



## **“VALORIZACIÓN DE LECHE GLORIA S.A.”**

**Trabajo de Investigación presentado  
para optar al Grado Académico de  
Magíster en Finanzas**

**Presentado por  
Sr. Ever Jesus Dominguez Torres  
Sr. Jose Bertin Galarreta Ramirez  
Sr. Alvaro Huaman Cuba**

**Asesor: Profesor Alfredo Aguilar Córdova**

**[0000-0002-4222-602X](mailto:0000-0002-4222-602X)**

**Lima, febrero 2021**

## Resumen ejecutivo

Leche Gloria S.A. tiene 80 años como líder en el sector de leche industrializada. El objetivo principal del presente trabajo de investigación es estimar el valor intrínseco de la acción de la empresa a partir de las metodologías, conocimientos y herramientas aprendidas en la Maestría de Finanzas, incorporando el contexto de la pandemia por COVID-19.

Leche Gloria S.A. está integrada verticalmente, siendo responsable del acopio, producción, envasado, venta y comercialización de lácteos, derivados lácteos y otros productos de consumo masivo. Se caracteriza por la diversificación de sus productos que están dirigidos a distintos segmentos de clientes, y por las inversiones que realiza para mejorar sus procesos productivos. Además, se identifica que tiene un alto poder de negociación con los proveedores, que le permite obtener ventaja competitiva basada en su liderazgo en costos. Del análisis financiero, se concluye que la empresa presenta saludables ratios de liquidez y apalancamiento, y que tiene mejores ratios de rentabilidad que sus comparables y, en el Perú, el consumo per cápita de leche es de 87 litros al año, siendo lo recomendado 120 litros al año según la Organización de las Naciones Unidas de la Alimentación y la Agricultura (FAO) (La República, 2020).

Por todo lo expuesto, consideramos que la empresa tiene potencial de crecimiento en ventas. En cuanto a los resultados, considerando los flujos futuros descontados según el método *Free Cash Flow to Firm (FCFF)*, y la información pública emitida por la empresa, se obtiene una estimación del valor de Leche Gloria S.A. de S/ 3,156 millones y un valor de acción de inversión de S/ 4.75.

## Índice

<b>Índice de tablas</b> .....	vi
<b>Índice de gráficos</b> .....	vii
<b>Índice de anexos</b> .....	viii
 <b>Resumen ejecutivo</b> .....	ii
 <b>Capítulo I. Introducción</b> .....	1
 <b>Capítulo II. Descripción del negocio</b> .....	2
2.1 La empresa .....	2
2.2 Líneas de negocio.....	2
2.3 Tipos de clientes.....	3
2.4 Plantas y oficinas.....	3
2.5 Accionistas .....	4
2.6 Directorio, organigrama y puestos claves .....	5
2.7 Ciclo de vida de la industria.....	5
2.8 Análisis de la Cadena de Valor .....	6
2.9 Modelo de negocio (Canvas).....	6
2.10 Factores organizativos y sociales .....	6
2.10.1 Gobierno corporativo .....	6
2.10.2 Cultura corporativa.....	7
2.10.3 Entorno y responsabilidad social .....	7
 <b>Capítulo III. Análisis del macroambiente</b> .....	8
3.1 Análisis PEST .....	8
3.2 Análisis FODA .....	8
 <b>Capítulo IV. Descripción y análisis de la industria</b> .....	10
4.1 Identificación de los principales competidores .....	10
4.2 Participación de mercado .....	10
4.3 Análisis de la demanda potencial .....	11
4.4 Matriz de Boston Consulting Group (BCG) .....	12

4.5 Análisis de las Cinco Fuerzas de Porter .....	12
<b>Capítulo V. Posicionamiento competitivo.....</b>	<b>13</b>
5.1 Misión y visión.....	13
5.2 Ventajas competitivas .....	13
5.3 Revelamiento de la estrategia.....	14
<b>Capítulo VI. Análisis financiero y características de la inversión.....</b>	<b>15</b>
6.1 Finanzas operativas .....	15
6.1.1 Análisis financiero de la empresa.....	17
6.1.2 Análisis histórico de las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) versus fondo de maniobra .....	20
6.2 Finanzas estructurales .....	23
6.2.1 Descripción de las políticas de la empresa .....	23
6.2.2 Características de la inversión de la empresa (capex) .....	24
6.2.3 Análisis Dupont.....	25
6.2.4 Análisis del financiamiento .....	27
6.3 Diagnóstico.....	30
<b>Capítulo VII. Valoración.....</b>	<b>32</b>
7.1 Supuestos de proyecciones.....	32
7.2 Determinación la tasa de descuento .....	32
7.3 Métodos de valoración .....	32
7.3.1 Determinación de los flujos de caja libre .....	32
7.3.2 Método de múltiplos comparables.....	35
<b>Capítulo VIII. Análisis de riesgos.....</b>	<b>36</b>
8.1 Identificación de los riesgos y creación de matriz de riesgos .....	36
8.2 Análisis de sensibilidad.....	36
8.3 Simulación de Montecarlo .....	37
8.4 Riesgos no considerados en la valorización.....	37
<b>Capítulo IX. Resumen de la inversión.....</b>	<b>38</b>
9.1 Conclusiones .....	38

9.2 Recomendaciones.....	38
<b>Referencias .....</b>	<b>39</b>
<b>Anexos .....</b>	<b>47</b>
<b>Notas biográficas .....</b>	<b>92</b>

## Índice de tablas

Tabla 1.	Participación de mercado de Leche Gloria en el 2018.....	3
Tabla 2.	Relación de directores de Leche Gloria S.A. ....	5
Tabla 3.	Análisis PEST de Leche Gloria S.A. ....	8
Tabla 4.	Análisis FODA de Leche Gloria S.A. ....	9
Tabla 5.	Participación de mercado en porcentaje en la industria de leche y yogurt en el Perú de los años 2017 al 2019.....	10
Tabla 6.	Participación de mercado de Leche Gloria en el 2019.....	11
Tabla 7.	Datos sobre el consumo de leche y demanda potencial en el Perú 2019. ....	11
Tabla 8.	Principales estrategias encontradas de Leche Gloria S.A. ....	14
Tabla 9.	Criterios de selección de empresas comparables. ....	16
Tabla 10.	Comprobación de relación entre el Fondo de Maniobra y las NOF del año 2014 al 2019.....	23
Tabla 11.	Inversiones de activo fijo e intangibles en miles de soles.....	25
Tabla 12.	Dupont del ROE histórico Leche Gloria .....	26
Tabla 13.	ROE de la industria .....	26
Tabla 14.	Estructura de deuda de Leche Gloria .....	27
Tabla 15.	Detalle de los pagarés de Leche Gloria S.A.....	28
Tabla 16.	Detalle de los bonos emitidos por Leche Gloria S.A. ....	29
Tabla 17.	Flujo de caja libre proyectado del año 2020 al 2029 .....	33
Tabla 18.	Determinación del valor patrimonial .....	34
Tabla 19.	Valor por acción del año 2019 .....	34

## Índice de figuras

Figura 1.	Ventas de Leche Gloria (en S/ millones) y composición porcentual por producto del año 2010 al 2019 .....	2
Figura 2.	Precio de la acción de inversión y número de acciones transadas .....	4
Figura 3.	Análisis de las Cinco Fuerzas de Porter .....	12
Figura 4.	Evolución fondo de maniobra versus NOF de Leche Gloria S.A del año 2010 al 2019 .....	21

## Índice de anexos

Anexo 1.	Hechos de importancia.....	48
Anexo 2.	Línea de producto, segmento de mercado, marcas principales y ventas.....	48
Anexo 3.	Estructura accionarial.....	49
Anexo 4.	Organigrama y puestos clave .....	50
Anexo 5.	Análisis de Cadena de valor.....	50
Anexo 6.	Diseñando la propuesta de valor .....	50
Anexo 7.	Modelo de negocios Canvas.....	51
Anexo 8.	Programas de entorno y responsabilidad social .....	52
Anexo 9.	Análisis PEST .....	53
Anexo 10.	Análisis FODA.....	53
Anexo 11.	Matriz BCG actualizada.....	54
Anexo 12.	Análisis de las Cinco Fuerzas de Porter.....	55
Anexo 13.	Inversiones anuales de Gloria S.A. ....	59
Anexo 14.	Resultados financieros .....	60
Anexo 15.	Análisis financiero .....	61
Anexo 16.	Capacidad instalada vs utilizada de las líneas de producción .....	64
Anexo 17.	Análisis de las deudas .....	65
Anexo 18.	Supuestos de proyección.....	67
Anexo 19.	Proyección de ventas.....	68
Anexo 20.	Proyección de inversiones.....	71
Anexo 21.	Estados financieros proyectados .....	75
Anexo 22.	Análisis de consistencia .....	76
Anexo 23.	Anexo de discusión del método CAPM y tasa de descuento .....	77
Anexo 24.	Cálculo del WACC .....	83
Anexo 25.	Múltiplos comparables .....	88
Anexo 26.	Análisis de riesgos.....	90
Anexo 27.	Análisis de sensibilidad.....	90
Anexo 28.	Simulación de Montecarlo .....	91



## **Capítulo I. Introducción**

Con el presente trabajo se busca estimar el valor de la acción de la empresa Leche Gloria S.A al cierre de diciembre de 2019. Se eligió esta empresa por su liderazgo en el sector de lácteos y sus derivados en el Perú.

En el capítulo II se conocerá su historia y organización, además de describir el negocio. También se analizará su propuesta de valor y los factores organizativos y sociales en los que se desarrolla.

En el capítulo III se realizará el análisis Político, Económico, Social, Tecnológico (PEST), y el análisis de Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas (FODA) cruzado, evidenciando las estrategias de la compañía. En el capítulo IV se estimará el mercado potencial del sector, la participación de mercado, y se analizarán las fuerzas de mayor impacto en el sector.

En el capítulo V se analizará la ventaja competitiva a través de las herramientas metodológicas, y se revelará la estrategia de la empresa, mientras que en el capítulo VI se evaluará financieramente a la compañía, comparándola con un competidor nacional y otros internacionales, y se concluirá si esta presenta o no problemas financieros y económicos.

En el capítulo VII se estimará la tasa de descuento, los flujos futuros descontados y el valor de la acción al cierre del 2019 mediante el método *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF). En el capítulo VIII se identificarán los riesgos de la empresa y se realizará el análisis de sensibilidad del valor de la acción y una simulación de Montecarlo. Finalmente, en el capítulo IX se presentarán las conclusiones y recomendaciones de venta de la acción.

## Capítulo II. Descripción del negocio

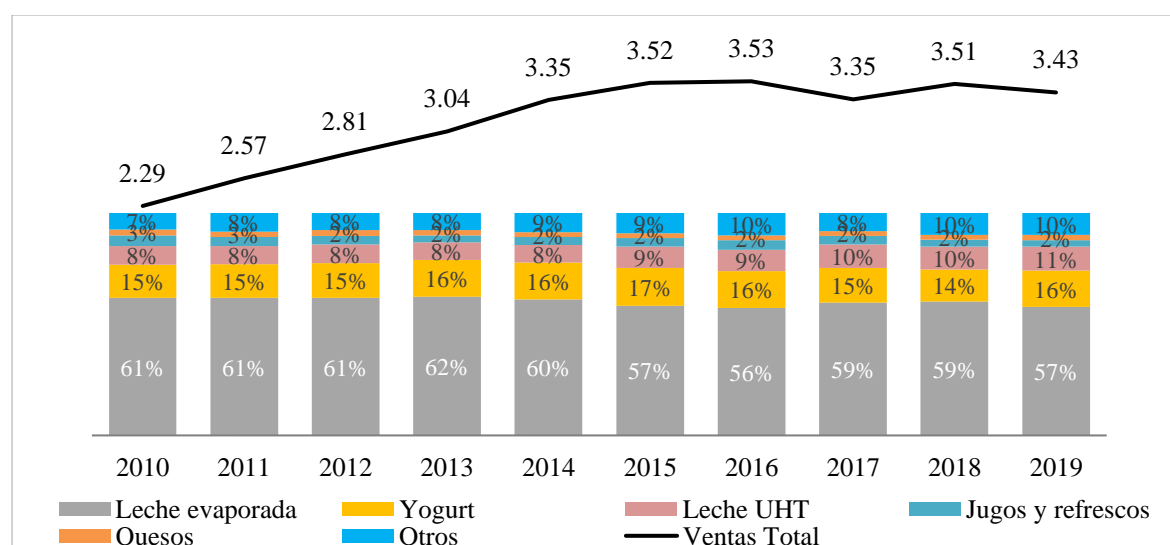
### 2.1 La empresa

Leche Gloria S.A es una empresa peruana fundada en 1941 y forma parte del Grupo Gloria. Se dedica a la producción, envasado, venta y comercialización de lácteos, derivados lácteos, y otros productos de consumo masivo. Es líder del mercado nacional de leches industrializadas, con una participación de mercado de 77.2% (Leche Gloria S.A., 2020a). Cotiza en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) desde 1995 a través de la acción de inversión GLORIAI1. En el anexo 1 se presentan los hechos de importancia de la empresa.

### 2.2 Líneas de negocio

Leche Gloria S.A. presenta tres líneas de negocio: lácteos, derivados lácteos, y otros productos de consumo masivo. En el anexo 2 se presentan las principales marcas por líneas de negocio. La evolución de las ventas se aprecia en la siguiente figura:

**Figura 1. Ventas de Leche Gloria (en S/ millones) y composición porcentual por producto del año 2010 al 2019**



Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2010 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

## 2.3 Tipos de clientes

Leche Gloria S.A. comercializa con distribuidoras mayoristas y el 11% de las ventas se concreta con empresas relacionadas del Grupo Gloria (principalmente distribuidora DEPRODECA), y el 89% restante se realiza con terceros.

Debido a la diversificación de sus productos y presentaciones, los consumidores son personas de todos los Niveles Socio Económicos (NSE) y todas las edades.

## 2.4 Plantas y oficinas

Leche Gloria S.A. posee seis plantas industriales, como se muestra en la tabla 1:

**Tabla 1**

### *Ubicación de Plantas de Leche Gloria*

<i>Ubicación</i>	<i>Proceso y producción</i>
<i>Huachipa (Lima)</i>	<i>Acopio y producción de leche y derivados lácteos.</i>
<i>Arequipa I</i>	<i>Evaporación y producción de leche evaporada.</i>
<i>Arequipa II</i>	<i>Producción de yogurt y refrescos.</i>
<i>Majes (Arequipa)</i>	<i>Conservación, evaporación y pre-tratamiento de leche UHT.</i>
<i>Cajamarca</i>	<i>Acopio de leche fresca UHT y producción de derivados lácteos.</i>
<i>Trujillo</i>	<i>Acopio, procesamiento y evaporación de leche fresca UHT.</i>

Fuente: Clasificación de Riesgo. Leche Gloria S.A 2019, por Class & Asociados S.A.

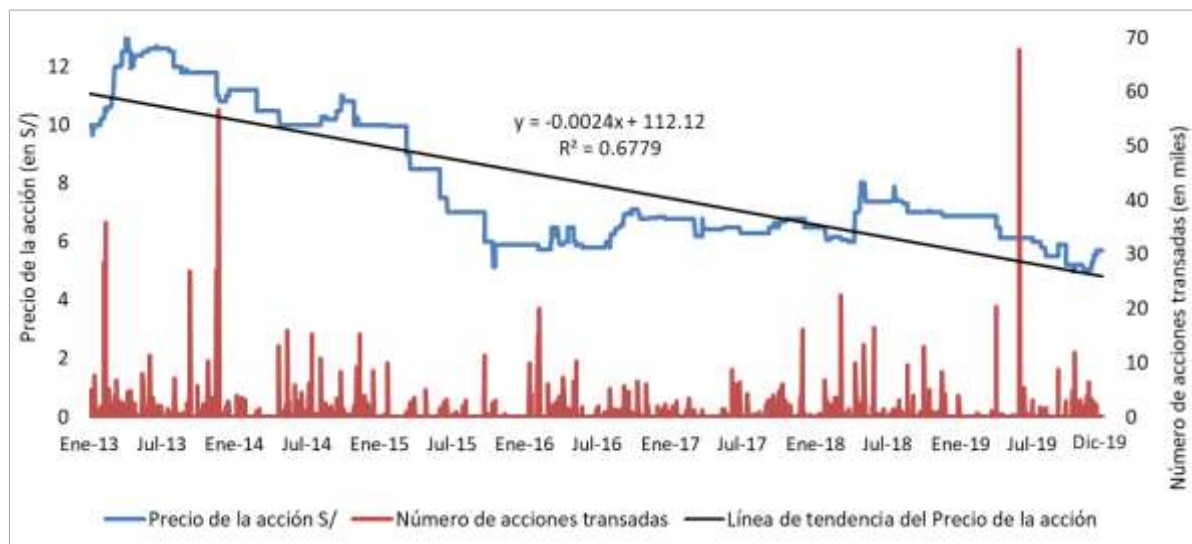
## 2.5 Accionistas

Existen dos clases de acciones (Leche Gloria S.A., 2020a):

- **Acciones comunes con derecho a voto.** Al 31 de diciembre de 2019, el capital social de la compañía fue S/ 382'502,106, representado por 382'502,106 acciones comunes de valor nominal de S/ 1.00. La estructura accionarial se puede revisar en el anexo 3. Estas acciones no cotizan en Bolsa y ello se debe a que es una empresa familiar de primera generación y prefieren mantener el control de los derechos políticos.
- **Acciones de inversión.** Al 31 de diciembre de 2019 cuenta con 39'117,107 acciones de inversión (las cuales se han mantenido desde el 2012) de valor nominal de S/ 1.00 cada una, las cuales se cotizan en la BVL. En la figura 2 se muestra el comportamiento del

precio y número de acciones transadas en los últimos siete años, donde se puede apreciar una tendencia a la baja en el precio de la acción, especialmente entre 2014 y 2015 debido al incremento de deuda en S/ 600 millones a través de sus programas de bonos.

**Figura 2. Precio de la acción de inversión y número de acciones transadas**



Nota: Tomado de Leche Gloria S.A., por BVL, s.f.

Las acciones de inversión equivalen al 9.2% del capital social. Además, como se aprecia en el anexo 3, solo el 11.21% de las acciones de inversión pertenecen a accionistas no relacionados con el Grupo Gloria. Es decir, solo el 1.0% de las acciones circulan a accionistas no relacionados al Grupo, lo que podría significar que la acción no sea líquida.

## 2.6 Directorio, organigrama y puestos claves

El detalle de los directores de Leche Gloria S.A. se muestra en la tabla 2, asimismo, según Reporte de Cumplimiento del Código del Bueno Gobierno Corporativo (Leche Gloria S.A., 2019), se indica que la empresa no cuenta con directores independientes, debido a que se mantiene como empresa familiar de primera generación. Finalmente, en el anexo 4 se detalla el organigrama y puestos clave de Leche Gloria S.A.

**Tabla 2**

***Relación de directores de Leche Gloria S.A.***

Nombre	Cargo	Desde (año)
Jorge Rodríguez Rodríguez	Presidente del Directorio y Gerente General	1986
Vito Rodríguez Rodríguez	Vicepresidente del Directorio	1986
Claudio Rodríguez Huaco	Director Ejecutivo	2008
Renato Zolfi Federici	Director Corporativo de Finanzas	2019
Fernando Jorge Devoto Achá	Director Legal Corporativo y de Relaciones Institucionales	1997
Carlos Cipra Villarreal	Director Corporativo de Auditoría Interna (interino)	2019
Diego Gómez de la Torres	Gerente General de la División Internacional de Alimentos	2019

Nota: Adaptado de Memoria Anual 2019, por Leche Gloria S.A., 2020a.

## **2.7 Ciclo de vida de la industria**

El ciclo de vida de la industria es una teoría que intenta explicar la evolución de las ventas y utilidades de una industria durante su existencia, desde su nacimiento, crecimiento y madurez, hasta su declive (Kotler & Armstrong, 2013).

La empresa se encuentra en el nivel de madurez debido a que el crecimiento de las ventas entre los años 2015 y 2019 fue de 2,5% (crecimiento menor que años anteriores); adicionalmente, los productos de la compañía son muy conocidos en el mercado y enfrentan una creciente competencia.

## **2.8 Análisis de la cadena de valor**

La cadena de valor a través de una serie de acciones busca realizar el posicionamiento exitoso de un producto o servicio mediante un planeamiento económico viable (Porter, 2008).

Se considera como actividades centrales de Leche Gloria S.A. a las siguientes:

- **Logística de adquisición.** Identificada en la cadena de acopio de leche a nivel nacional.
- **Producción.** Debido a la inversión constante en activos fijos de planta.
- **Logística de distribución.** Presenta una estrategia de distribución con la ayuda de DEPRODECA.

El análisis de la cadena de valor de Leche Gloria S.A. se presenta en el anexo 5.

## **2.9 Modelo de negocio (Canvas)**

El modelo de negocio Canvas (Osterwalder & Pigneur, 2011) es un método de análisis y comprensión que permite identificar cómo el modelo de negocio es capaz de generar ingresos y valor a través de la división del proyecto de negocio en nueve módulos.

Se concluyó que la propuesta de valor de Leche Gloria S.A. se soporta en su desarrollada red de acopio de leche a nivel nacional, los altos estándares de calidad y variada oferta de productos lácteos y alimenticios para todos los segmentos de clientes. El análisis del modelo Canvas aplicado a Leche Gloria S.A se presenta en el anexo 7.

## **2.10 Factores organizativos y sociales**

### **2.10.1 Gobierno corporativo**

Leche Gloria S.A. cuenta con una Junta General de Accionistas que se encarga de seleccionar y revocación de directores, además de definir la aprobación de las memorias, el balance, los estados financieros de los ejercicios anuales, y la aprobación del plan estratégico elaborado por los directores de la empresa.

Asimismo, la empresa cuenta con políticas y procedimientos de *compliance* que permiten definir la toma de decisiones en diferentes áreas de la empresa por nivel de responsabilidad.

La empresa Leche Gloria S.A cumple con establecer un buen gobierno corporativo según el Reporte de Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (Leche Gloria S.A., 2020b); sin embargo, se considera que la empresa debe implementar los siguientes principios relacionados al buen gobierno corporativo:

- No cuenta con directores independientes.
- No cuenta con una política de operaciones entre la sociedad y partes vinculadas.

### **2.10.2 Cultura corporativa**

Leche Gloria S.A. promueve en sus colaboradores la cultura y los valores de la organización con el fin de lograr los objetivos de la empresa, estandarizar la noción de calidad y servicio, y desarrollar las capacidades de adaptación de sus colaboradores. Además, alinea sus programas de responsabilidad social con la visión, misión y los valores de la organización.

### **2.10.3 Entorno y responsabilidad social**

La empresa cuenta con cinco programas de responsabilidad social, los cuales se mostrarán en el anexo 8 (Leche Gloria S.A., 2020b).

## Capítulo III. Análisis del macroambiente

### 3.1 Análisis PEST

La herramienta del análisis PEST (Aguilar, 1967) nos permite analizar el entorno relacionado a cuatro factores, que determina los impactos, riesgos, oportunidades y amenazas que afectan a la empresa dentro de estos factores. El análisis PEST aplicado a la empresa se presenta en el anexo 9.

**Tabla 3**

#### *Análisis PEST de Leche Gloria S.A.*

Político	Económico
<ul style="list-style-type: none"><li>• Reglamento de Productos Lácteos.</li><li>• Incremento del Impuesto Selectivo al Consumo.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Menor crecimiento en el sector manufacturero.</li><li>• Tasa de interés y tipo de cambio.</li></ul>
Social	Tecnológico
<ul style="list-style-type: none"><li>• Consumo per cápita de leche en el Perú.</li><li>• Disminución de la pobreza en el Perú.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Programa de Compensación para la Competitividad.</li><li>• Plan de Desarrollo Ganadero del Ministerio de Agricultura y Riego 2017-2027.</li></ul>

Nota: Tomado de *Análisis del entorno empresarial*, por Aguilar, 1967.

### 3.2 Análisis FODA

Se aplicará el análisis FODA (David, 2003) con el fin de lograr un análisis organizacional de factores con el fin de definir acciones estratégicas. En el anexo 10 se analiza la matriz FODA bajo el modelo de la matriz MAFE (David, 2003).

En la siguiente tabla se presenta el análisis FODA de Leche Gloria S.A.:



**Tabla 4**

***Análisis FODA de Leche Gloria S.A.***

<b>Fortalezas</b>	<b>Oportunidades</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• Líder de mercado.</li><li>• Amplia red de distribución en Perú.</li><li>• Alto poder de negociación de proveedores.</li><li>• Diversificación e innovación en las líneas de negocio.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Aumento en el consumo de productos <i>light</i>.</li><li>• Nuevo mix en la distribución de la población por edades.</li><li>• Bajo consumo <i>per cápita</i> de leche a comparación de los demás países de la región.</li></ul>
<b>Debilidades</b>	<b>Amenazas</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• Concentración de ventas en leche evaporada.</li><li>• Contingencias por insuficiente información provista a los consumidores (publicidad engañosa).</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Regulación más estricta.</li><li>• ISC a bebidas con alto contenido de azúcar.</li><li>• Efectos del Fenómeno del Niño costero.</li><li>• Alta variación de los precios internacionales.</li><li>• Incremento del tipo de cambio.</li></ul>

Nota: Adaptado de *Conceptos de Administración Estratégica*, por David, 2003.

## Capítulo IV. Descripción y análisis de la industria

### 4.1 Identificación de los principales competidores

La competencia se define como aquellas empresas que satisfacen una misma necesidad del consumidor (Kotler, 2016).

Leche Gloria S.A. se presenta como líder con una participación de mercado en el año 2019 del 48% en la industria de leche y 63% en la industria de yogurt, siendo su principal competidor la empresa Laive S.A. porque tiene el segundo lugar en participación de mercado en ambas industrias. En la siguiente tabla se muestra la participación de mercado de las industrias de leche y yogurt:

**Tabla 5**

*Participación de mercado en porcentaje en la industria de leche y yogurt en el Perú de los años 2017 al 2019*

Industria leche				Industria yogurt			
			(%)				(%)
Empresa	2017	2018	2019	Empresa	2017	2018	2019
Gloria SA	57.5	50.8	48.0	Gloria SA	68.8	65.0	63.6
Laive SA	17.9	19.1	20.3	Laive SA	10.0	10.9	12.1
Nestlé SA	-	5.2	7.0	Producciones y Distribuciones Andina SA	6.5	6.6	6.6
Producciones y Distribuciones Andina SA	3.3	3.6	3.5	Tigo SAC	0.8	1.0	1.2
Fonterra Cooperative Group	1.4	1.5	1.5	Lácteos Piamonte SAC	0.2	0.2	0.2
Otros	19.9	19.8	19.6	Otros	13.6	16.2	16.3
Total	100.0	100.0	99.9	Total	100.0	100.0	100.0

Nota: Adaptado de *Drinking Milk Products in Peru*, por Euromonitor, 2019 International.

### 4.2 Participación de mercado

Las principales familias de productos de Leche Gloria S.A. son Leche evaporada, yogurt, y leche UHT debido a que, en conjunto, representan el 83% de las ventas del año 2019. Se presenta, a continuación, la participación de mercado de leche y yogurt del año 2019 en la siguiente tabla:

**Tabla 6*****Participación de mercado de Leche Gloria en el 2019***

	Memoria anual Leche Gloria SA	Euromonitor
Familia de producto	2019	2019
Leche	77.2%	48.0%
Yogurt	78.8%	63.6%

Fuente: Euromonitor International, 2019.

Se observa diferencias en la participación de mercado presentadas en la memoria anual de Leche Gloria S.A. y el Reporte del sector de Euromonitor en las familias de producto leche y yogurt del año 2019.

**4.3 Análisis de la demanda potencial**

El mercado potencial son las personas con un nivel de interés elevado de la oferta (Kotler, 2016). La demanda potencial es el volumen consumido por el mercado potencial.

La FAO recomienda un consumo mínimo de leche *per cápita* anual de 120 litros; según el Ministerio de Agricultura y Riego [MINAGRI], 2020, el Perú tiene un consumo *per cápita* anual de 87 litros, estando por debajo del consumo sugerido (La República, 2020).

El consumo de leche fresca en Perú ha crecido en los últimos años, llegando a consumirse 2'129,366 toneladas de leche fresca en el año 2019, mientras que el consumo *per cápita* se mantuvo constante en los últimos años. Para calcular la demanda potencial, se extrapolará el consumo recomendado por la FAO por la población que consume leche.

**Tabla 7*****Datos sobre el consumo de leche y demanda potencial en el Perú 2019***

Consumo de leche (en toneladas)	Consumo per cápita de leche (en litros por año)	Población que consume leche (en millones)	Demanda potencial de 120 litros por año (en toneladas)
2'129,366*	87**	24.4	2'937,057

\* Redacción, 2020. \*\* La República, 2020.

Fuente: Día Mundial de la Leche: por La República, 2020.

#### 4.4 Matriz de Boston Consulting Group (BCG)

La herramienta representa gráficamente las líneas de producto e identifica cuáles generan flujo de efectivo, necesidades de dinero, y para tomar decisiones de invertir, desinvertir o abandonar (David, 2003).

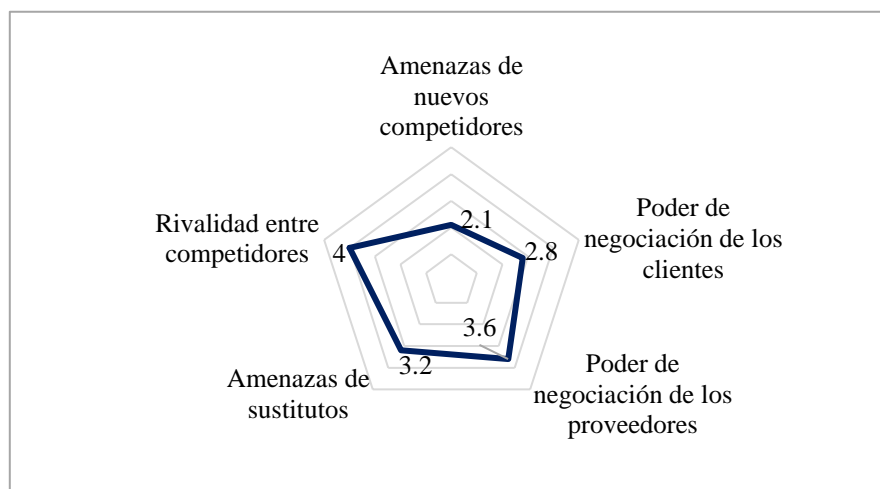
En el anexo 11 presenta en qué cuadrante se encuentran los cuatro principales productos de Leche Gloria: leche evaporada es un producto Vaca, producto maduro y consolidado, generador de liquidez y bajos niveles de inversión; la leche UHT y el yogurt son productos Estrella, generadores de liquidez, pero en ambientes dinámicos, por lo que se necesita alta inversión; el queso es un producto interrogante, el cual se debe reevaluar la estrategia para posicionarse sobre la competencia.

#### 4.5 Análisis de las Cinco Fuerzas de Porter

Las Cinco Fuerzas de Porter (1979) es un modelo que establece un marco para analizar la posición de una empresa en una industria, a través del nivel de competencia y relación vertical, para así desarrollar una estrategia de negocio.

En el anexo 12 se analizan cada una de las cinco fuerzas; se puede apreciar una puntuación del 1 al 5, siendo 5 el nivel más fuerte.

**Figura 3. Análisis de las Cinco Fuerzas de Porter**



Fuente: *How Competitive forces Shape Strategy*, por Porter, 1979.

## Capítulo V. Posicionamiento competitivo

### 5.1 Misión y visión

Actualmente, la empresa no tiene publicadas la misión, visión y valores, pero a continuación se presentarán los del Grupo Gloria:

- **Misión.** Mantener el liderazgo en cada uno de los mercados en que participamos a través de la producción y comercialización de bienes con marcas que garanticen un valor agregado para nuestros clientes y consumidores. (Grupo Gloria, s.f.a).
- **Visión.** Somos una corporación de capitales peruanos con un portafolio diversificado de negocios, con presencia y proyección internacional. (Grupo Gloria, s.f.b).

### 5.2 Ventajas competitivas

La ventaja competitiva comparando a la empresa con su competencia, se puede lograr con: liderazgo en costos, por diferenciación y por segmentación (Porter, 2008).

La empresa tiene un perfil consolidado en el país, con una participación del 77.2% del mercado; está orientada al desarrollo de productos, buscando la optimización de cada proceso productivo. Cuenta con integración vertical de la cadena productiva (desde el proceso de captación de la materia prima hasta la entrega del producto finalizado en sus canales de distribución). Finalmente, Leche Gloria invierte en maquinaria nueva para la mejora del proceso productivo, inversiones que se detallan en el anexo 13. Teniendo en cuenta lo detallado anteriormente, la ventaja competitiva de la empresa es la de liderazgo en costos.

### 5.3 Revelamiento de la estrategia

Se presenta en la siguiente tabla las principales estrategias implementadas, implementándose y por implementar; las mismas que fueron encontradas mediante el uso de las diferentes herramientas estratégicas:

**Tabla 8*****Principales estrategias encontradas de Leche Gloria S.A.***

<b>Herramienta estratégica</b>	<b>Estrategias implementadas</b>	<b>Estrategias implementándose</b>	<b>Estrategias por implementar</b>
Liderazgo en costos (Porter).	Mejorar en los equipos del proceso productivo. Inversiones por S/ 55.6 millones en línea de envasado en vaso aséptico, línea de proceso y llenado UHT en el año 2018	Mejorar en los equipos del proceso productivo Línea aséptica por una inversión de US\$ 30 millones en el año 2019.	Mejorar los equipos del proceso productivo.
Líder de mercado (FODA).	Concentración del 48% mercado de leche. Concentración del 63% mercado de yogurt.		Invertir en estrategias de marketing para mantener su posición de mercado.
Alto poder de negociación de proveedores (Porter).	Principal comprador de leche fresca a nivel nacional. Red de acopio de leche a nivel nacional.		Mantener a la empresa como principal comprador de leche fresca a nivel nacional.
Integración vertical de la cadena de distribución (Gasto de ventas y distribución).	Distribución a nivel nacional con DEPRODECA.		Mantener los canales de distribución tradicionales con la ayuda de DEPRODECA, e implementar canales de distribución en línea.

Nota: Elaboración propia, 2021.

## **Capítulo VI. Análisis financiero y características de la inversión**

La información que se muestra en la presente investigación se realiza únicamente con fines educativos. El documento contiene información de la empresa valorizada y de sus comparables latinoamericanos que ha sido tomada de fuentes públicas debidamente citadas. Además, contiene la interpretación, el análisis y el diagnóstico realizado por los autores de esta tesis, motivo por el cual esta información no debe ser considerada para la toma de decisiones de ningún tipo.

### **6.1 Finanzas operativas**

Las finanzas operativas corresponden al estudio y análisis de los pasivos y activos circulantes, con el objetivo de gestionar su funcionamiento para evitar problemas financieros.

En este capítulo se analizará financieramente a la empresa y sus comparables adecuados, tanto locales como extranjeros. Las empresas comparables se eligen teniendo en cuenta los siguientes criterios indicados por Badenes & Santos (1999):

Tabla 9

Criterios de selección de empresas comparables

Nº	Criterios	LECHE GLORIA SA	LAIVE SA	GRUMA SAB	GRUPO LALA	GRUPO NUTRESA	WATT'S
1	Deben ser compañías cotizadas en Bolsa						
	Ticket	GLORIAI1	LAIVEBC1	GRUMAB:MM	LALAB:MM	NUTRESA CX	WATTS CI
2	Deben realizar la misma actividad de la empresa objetivo	Empresa de alimentos.					
3	Debe tener un mismo mix de negocio y/o productos	Lácteos y derivados de lácteos.	Lácteos y derivados de lácteos.	Alimentos en base de harina.	Lácteos y derivados de lácteos.	Confitería, helados, pasta y cárnicos.	Néctares
4	Deben ser de un mismo país o región y/o operar en la misma zona geográfica	Perú	Perú	México	México	Colombia	Chile
5	Deben tener un tamaño similar						
	Ventas (miles de soles)	3,425,308	598,671	13,591,544	13,309,895	10,072,688	1,944,233
	Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA <sup>1</sup> ) (miles de soles)	355,488	46,656	2,200,252	1,451,577	411,099	217,443
	Utilidad neta (miles de soles)	146,517	10,458	849,603	325,090	519	72,778
	Precio de la acción (soles)	6	6	34	3	26	4
	Acciones en circulación	39,117	9,426	415,698	2,475,745	460,116	315,178
	Market cap (miles de soles)	222,967	58,818	14,148,709	7,093,010	11,788,160	1,346,754
6	Deben tener unas mismas perspectivas de crecimiento						
	CAGR <sup>2</sup> de cinco años	0.5%	5%	9%	11%	9%	5%
7	Tener una rentabilidad similar						
	Rrentabilidad financiera (ROE <sup>3</sup> )	4%	5%	19%	8%	6%	8%
	Rentabilidad sobre los activos (ROA <sup>4</sup> )	4%	2%	7%	3%	3%	3%
	PER <sup>5</sup>	1.52	5.62	16.65	21.82	21.35	18.50
	BPA	3.75	1.11	2.04	0.13	1.20	0.23
8	Tener un mismo grado de integración vertical						
	Activo corriente/ Total de activos	39%	39%	40%	25%	21%	43%
	Pasivo corriente/ Total pasivos y patrimonio	47%	25%	18%	24%	15%	17%
	Margen operativo	7%	3%	12%	7%	10%	6%
	Margen neto	4%	2%	6%	2%	5%	4%
9	Tener una estructura y volumen de gastos similares						
	Gastos administrativos / Ventas	8%	8%	5%	22%	5%	10%
	Gastos de ventas / Ventas	8%	8%	20%	8%	28%	8%

Fuente: Introducción a la valorización de empresa por el método de los múltiplos de compañías comparables, por Badenes & Santos, 1999.

<sup>1</sup> EBITDA es el acrónimo del inglés de *earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*.

<sup>2</sup> CAGR son las siglas de *Compound Annual Growth Rate*, que es la tasa de crecimiento anualizado.

<sup>3</sup> ROE es el acrónimo del inglés de *Return on Equity*.

<sup>4</sup> ROA es el acrónimo del inglés de *Return On Assets*.

<sup>5</sup> PER son las siglas de *Pricing Earning Ratio*, que significa beneficio por acción.



### 6.1.1 Análisis financiero de la empresa

En el anexo 14 se encuentran los resultados financieros de Leche Gloria SA desde 2010 al 2019.

#### *Análisis de ratios financieros*

En el anexo 15 se encuentra la evolución de los ratios.

- **Liquidez**

- Prueba ácida. Debido al aumento de cuentas por pagar comerciales y cuentas por pagar relacionada al pago de dividendos, se evidencia que Gloria con 0.7 tiene una mayor capacidad de afrontar sus exigencias de corto plazo que Laive, que está en 0.5; sin embargo, está por debajo del promedio de sus comparables latinoamericanos que están en 1.0.
- Endeudamiento. El nivel de endeudamiento, principalmente de largo plazo, ha ido aumentando para financiar las inversiones en activo fijo (en el 2014 para la planta de panetones, 2015 para la red eléctrica y 2018 para la línea de envasados).
- Pasivo/Activo. El nivel de endeudamiento actualmente está muy cercano a los niveles de Laive, 0.53 y 0.54, respectivamente; sin embargo, está por debajo del promedio de sus comparables latinoamericanos.
- Ratio Deuda/EBITDA. Gloria tiene una capacidad para pagar su deuda de 2.6x EBITDA, siendo esta mayor que la capacidad de Laive de 2.0x EBITDA, pero menor que la capacidad de sus múltiples comparables latinoamericanos, 2.9x.
- Ratio cobertura de intereses. Se evidencia que Gloria tiene una capacidad de 7.1 veces para cubrir los intereses financieros con su EBITDA, por lo que no tendría problemas para cumplir con sus obligaciones de largo plazo.

- **Gestión**

- Conversión de efectivo. Gloria ha aumentado los días de ciclo de caja de 54 a 87 días en 10 años, principalmente por el aumento de días de cobro en +12 días, aumento en días de inventario en +14 días, y disminución del día de pago en -6 días, todo esto ya que entre el 2011 y 2012 lanzó varios nuevos productos al mercado y tuvo que cambiar las políticas de gestión. Por otro lado, Laive ha mantenido los días de ciclo de caja en 48 días, mostrando tener un ciclo de conversión efectivo menor que Gloria, mientras que sus comparables latinoamericanos han mostrado un ciclo de conversión de efectivo a diciembre de 2019 de 54 días.
- Ratio NOF/Ventas. Las NOF de Gloria representan 15.8% respecto de las ventas a diciembre 2019, este ratio ha mostrado una disminución del 33% que obedece a un mayor nivel de otras cuentas por pagar debido a un aumento en dividendos por pagar; por otro lado, Gloria tiene un ratio mayor a Laive, 11.61% a diciembre de 2019, y mayor al de sus comparables latinoamericanos, que están en 13.5%.

- **Rentabilidad**

- ROE. El ROE de Gloria ha disminuido, principalmente, por el aumento de costo y gasto de venta, aunque mantiene mejores niveles que Laive que está en 4.7% y por debajo de Gruma que está en 18.6%.
- ROA. El ROA de Gloria ha disminuido a 4.5% para el 2019, esto obedece al incremento en activo fijo por inversiones en 2017 para ampliar la línea de envasado y elaboración derivados lácteos y leche evaporada; para la compra de maquinarias y equipos para la implementación de una planta de UTH y una planta de leche condensada, además de un incremento en el costo de venta al 2019, debido a un mayor nivel de costos indirectos de fabricación. Por otro lado, Laive, al 2019, muestra un

ROA inferior de 2.1% debido a un menor nivel de margen operativo que Gloria, mientras que sus comparables latinoamericanos muestran un ROA promedio de 4.1%.

- EBITDA. Gloria tuvo un EBITDA de S/ 355 millones y S/ 378 millones en los años 2019 y 2018, respectivamente. Esta disminución obedece a aumentos en los gastos y costos en mayor proporción de su disminución en los costos de venta y sus gastos administrativos, además de un incremento en la depreciación debido un mayor nivel de adiciones de maquinarias y equipos. Gloria muestra tener un ratio de FCO/EBITDA de 61.2% en el 2019, con un incremento respecto al 2018 de 44.9%, que obedece a un incremento en el FCO por una disminución en pago de impuestos a la ganancias en el 2019 y un menor importe de pagos en remuneraciones. Este ratio se encuentra por encima del 38.7% de Laive y por debajo de sus comparables latinoamericanos de 67.8%.
- Margen neto. El margen neto de Gloria fue de 4.3% y 4.6% para el 2019 y 2018, respectivamente; esta disminución obedece a un aumento en los gastos administrativos y una disminución en las ventas. Para el caso de Laive, el margen neto en el 2019 fue de 1.7% y para el caso de sus comparables latinoamericanos fue de 4.4% en promedio en el 2019.

### ***Análisis horizontal***

Por el lado de la situación financiera se aprecia que en los últimos cinco años existe una mayor proporción de activo no corriente, causado principalmente por las inversiones en activo fijo neto. Además, la empresa ha incrementado sus pasivos en los 10 años hasta llegar a un 53% en el 2019 (41% en el 2010), causado principalmente por los préstamos financieros a largo plazo.

Por el lado del estado de resultados, el resultado neto de explotación (EBIT<sup>6</sup>) ha disminuido de un 13% a un 7.5% en los 10 años, principalmente causado por el aumento de los costos y gastos de ventas.

### ***Análisis vertical***

Del estado de resultados, las ventas han crecido en promedio en 4.7% en los 10 años; sin embargo, en el 2017 redujo sus ventas en 2.9% por el caso Pura Vida y en el 2019 redujo sus ventas en 2.3% debido a una contracción del mercado (en el caso de Laive también redujo sus ventas en 2.2%). A su vez, el gasto de administración y ventas han crecido en promedio en 5.2% y 7.3%, respectivamente.

Por el lado de la situación financiera, las cuentas con mayor crecimiento son los inventarios con un promedio de 7.2% y el activo fijo neto con un 6.9%. Este último tiene mayores crecimientos en los años 2015 y 2017, cuando se invirtió en líneas de panetones, red eléctrica y línea de envasados.

### **6.1.2 Análisis histórico de las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) versus fondo de maniobra**

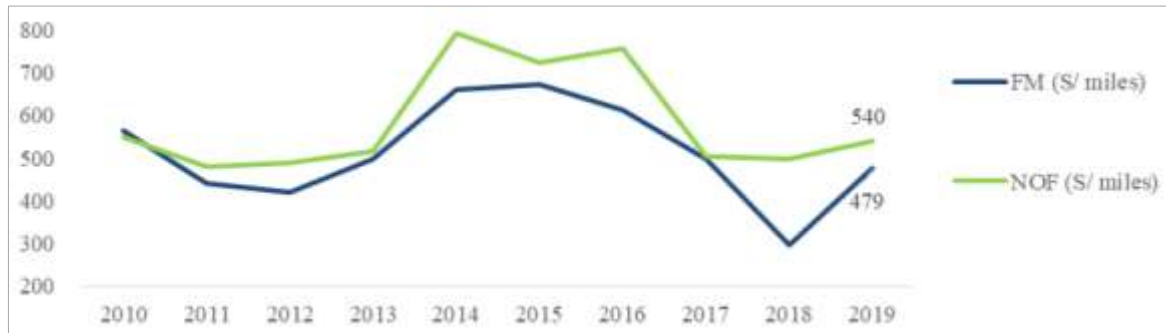
- **Fondo de maniobra.** Son los fondos a largo plazo disponibles para financiar las NOF una vez que se financia el activo fijo. En todos los años las NOF son  $> 0$ , lo que indica que Gloria sí tiene la capacidad de cumplir sus obligaciones circulantes.
- **NOF.** Financian las operaciones de una empresa. A partir del 2012 se lanzaron nuevos productos por lo que las NOF se incrementaron.
- **Fondo de maniobra versus NOF.** El fondo de maniobra financia las NOF; por lo tanto, si el fondo de maniobra es inferior a las NOF significa que se necesita crédito y si es superior, se tendrá un excedente de caja. En el caso de Gloria, las NOF son mayores al

---

<sup>6</sup> EBIT es el acrónimo del inglés *Earnings before interest and taxes*.

fondo de maniobra por lo que se ha necesitado crédito, lo que ha causado que los pasivos corrientes se incrementen.

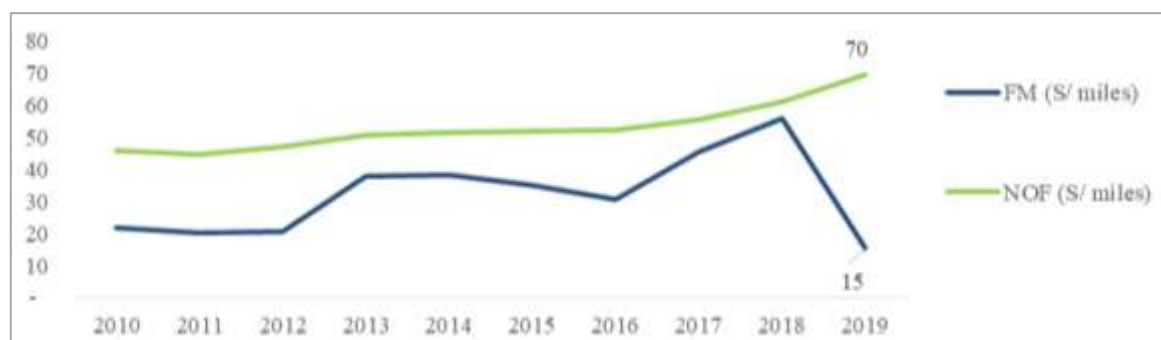
**Figura 4. Evolución fondo de maniobra versus NOF de Leche Gloria S.A del año 2010 al 2019**



Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2010 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

Si las NOF son mayores al fondo de maniobra, la empresa va a requerir financiamiento y si las NOF son menores que el FM fondo de maniobra, entonces la empresa tiene un excedente de caja.

**Figura 8. Evolución de fondo de maniobra versus NOF de Laive S.A. del año 2010 a 2019**



Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2010 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

Si las NOF son mayores al fondo de maniobra, entonces la empresa va a requerir financiamiento, y si las NOF son menores que el fondo de maniobra, entonces la empresa tiene un excedente de caja.

**Tabla 10**

*Comprobación de relación entre el Fondo de Maniobra y las NOF del año 2014 al 2019*

	Miles de S/	2014	2015	2016	2017	2018	2019
+	NOF	792,374	722,828	757,246	503,515	498,271	540,249
-	FM	660,605	672,143	611,310	499,222	296,691	478,871
=	Diferencia	131,769	50,685	145,936	4,293	201,580	61,378

	Miles de S/	2014	2015	2016	2017	2018	2019
+	Deuda CP	173,795	106,857	195,278	80,906	248,557	110,604
-	Caja	42,026	56,172	49,342	76,613	46,977	49,226
=	Diferencia	131,769	50,685	145,936	4,293	201,580	61,378
	Comprobación	-	-	-	-	-	-

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2010 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

## 6.2 Finanzas estructurales

### 6.2.1 Descripción de las políticas de la empresa

- **Política de dividendos.** La compañía primero cumple con las detracciones de ley y estatutarias, y demás obligaciones. Luego, los resultados de libre disposición en la cuenta de resultados se distribuyen vía dividendos hasta disponer 60% de estas (Leche Gloria S.A., 2020a).

- **Política de inversión.** La compañía busca cumplir con su estrategia de liderazgo en costos con los siguientes lineamientos (Leche Gloria S.A., 2020a):
  - Asegurar la calidad de los productos.
  - Cumplir con la calidad de los equipos.
  - Proteger del medio ambiente.
- **Política financiera.** Dentro de su política de tesorería con respecto a los excedentes de efectivo (Leche Gloria S.A., 2020a), la empresa tiene las siguientes consideraciones:
  - Prepagar obligaciones de corto plazo, comenzando por las de menor plazo y mayor costo.
  - Se autoriza la inversión de excedentes en depósitos a largo plazo en moneda nacional y extranjera.
  - Según la proyección de flujo de caja, se determinará los plazos de inversión de los depósitos a plazo fijo.
  - La moneda se determina según la tasa de interés del instrumento y la proyección del tipo de cambio.

### **6.2.2 Características de la inversión de la empresa (capex)**

La inversión que realiza Leche Gloria S.A se da principalmente en activos fijos, como parte de la mejora de sus equipos en todas las plantas de la compañía y, en menor cuantía, en la compra de terrenos. Asimismo, dentro de la inversión intangible se encuentran mejoras en los sistemas de producción y distribución. A continuación, se presenta la inversión de activos fijos e intangibles:

**Tabla 11*****Inversiones de activo fijo e intangibles en miles de soles***

<b>Adicionales activo fijo</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Edificios	33,634	19,788	3,416	6,731	1,193
Maquinaria y equipo	144,311	68,865	70,618	57,819	8,130
Muebles y enseres	567	76	26,075	1,416	
<b>Total capex adicionales (activo fijo)</b>	<b>178,512</b>	<b>88,729</b>	<b>100,109</b>	<b>65,966</b>	<b>9,323</b>
<b>Adiciones intangibles</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Inversión en intangibles	8,800	8,880	2,461	3,951	11,476

Fuente: Estados Financieros de Leche Gloria S. A. del 2010 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

Finalmente, en el anexo 16 se presenta la capacidad instalada y capacidad utilizada histórica de la empresa.

### **6.2.3 Análisis Dupont**

Según el análisis Dupont, a diciembre del 2019 Leche Gloria tuvo una rentabilidad de 9.5%, la cual se encuentra afectada por una menor rentabilidad sobre ventas en el año 2019 debido a un incremento en el costo de venta respecto a los años anteriores (81.3% de las ventas en 2019). Por otra parte, la rentabilidad sobre los activos fue de 105% cifra que se encuentra en un nivel acorde a la industria (Laive S.A. en 157%), considerando el alto nivel de activos fijo de Leche Gloria S.A. (51% del total de activos). Por último, se aprecia que Leche Gloria tiene un nivel de apalancamiento que incrementa el ROE y que va de la mano con su política de tomar deuda para adquirir activo fijo en lugar de realizar aportes de capital.

El nivel de ROE de leche Gloria S.A. ha disminuido a comparación de otros años, por lo que los autores consideran que debería mejorar sus márgenes operativos para incrementar su margen neto de utilidad e incrementar, de esta forma, su rentabilidad.



**Tabla 12*****Dupont del ROE histórico Leche Gloria***

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>ROS (margen neto)</b>	6.08%	6.11%	6.04%	4.58%	4.28%
<b>Rotación de activos</b>	110.77%	113.03%	106.86%	107.12%	105.09%
<b>Apalancamiento</b>	198.48%	195.86%	194.18%	211.36%	210.90%
<b>ROE</b>	<b>13.4%</b>	<b>13.5%</b>	<b>12.5%</b>	<b>10.4%</b>	<b>9.5%</b>

Fuente: Memoria Anual de Leche Gloria S.A. del 2016 al 2019.

**Tabla 13*****ROE de la industria***

	2018		2019	
	Laive	Gloria	Laive	Gloria
<b>ROS (margen neto)</b>	3.49%	4.58%	1.75%	4.28%
<b>Rotación de activos</b>	145.02%	107.12%	156.51%	105.09%
<b>Apalancamiento</b>	193.38%	211.36%	220.06%	210.90%
<b>ROE</b>	<b>9.8%</b>	<b>10.4%</b>	<b>6.0%</b>	<b>9.5%</b>

Fuente: Estados Financieros de Leche Gloria S. A. del 2018 al 2019 (elaborado por EY) y Estados Financieros de Laive del 2018 al 2019. Elaboración propia.

**6.2.4 Análisis del financiamiento**

La estructura de la deuda de Leche Gloria S.A, durante los años analizados, se presenta en la siguiente tabla.

**Tabla 14*****Estructura de deuda de Leche Gloria***

<b>Deuda bancaria (en miles de S/)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Deuda corriente	106,857	195,278	80,906	248,557	110,604
Pagares	74,257	158,825	-	95,000	-
Bonos	32,600	36,453	80,906	153,557	110,604
Deuda no corriente	645,345	640,067	709,161	625,604	805,000
Pagarés	38,825	70,000	220,000	290,000	580,000
Bonos	606,520	570,067	489,161	335,604	225,000
<b>Total</b>	<b>752,202</b>	<b>835,345</b>	<b>790,067</b>	<b>874,161</b>	<b>915,604</b>

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2010 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

A continuación, en las tablas 13 y 14 se presenta el detalle de los pagarés y los bonos emitidos de la empresa:

**Tabla 15**

***Detalle de los pagarés de Leche Gloria S.A***

<b>Pagarés</b>	<b>N° de pagares</b>	<b>Vencimiento</b>	<b>Deuda</b>	<b>Tasa de interés</b>	<b>Tasas de interés activas de mercado al 31.12.19</b>	<b>Valor de mercado</b>
Banco de Crédito de Perú	1	Mar-21	191,000	3.42%	4.37%	188,811
BBVA	1	Mar-21	200,000	2.98%	4.37%	196,639
Scotiabank	1	Mar-21	189,000	3.38%	4.37%	186,726
			580,000	3.25%	4.37%	572,176

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2016 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

**Tabla 16*****Detalle de los bonos emitidos por Leche Gloria S.A.***

<b>Bonos</b>	<b>Nemónico</b>	<b>Moneda</b>	<b>Emisión</b>	<b>Vencimiento</b>	<b>Cupón</b>	<b>Monto emitido</b>	<b>Yield to Maturity (YTM) al 31.12.19</b>	<b>Valor de mercado</b>
Segunda emisión	GLOR1BC2A	Soles	26.09.2014	26.09.2021	6.09%	120,000.00	2.76%	124,274.40
Tercera emisión	GLOR1BC3A	Soles	05.02.2015	05.02.2020	5.56%	35,000.00	2.99%	35,067.20
Cuarta emisión	GLOR1BC4A	Soles	05.02.2015	05.02.2035	7.12%	150,000.00	5.65%	175,409.12
Quinta emisión	GLOR1BC5A	Soles	25.06.2015	25.06.2020	6.65%	30,604.00	3.10%	31,117.54
Segunda emisión						335,604.00	4.19%	365,868.25

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2016 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

La deuda del Leche Gloria S.A esta distribuida en 63% de deuda bancaria y 37% de bonos, en donde la deuda bancaria es utilizada para cubrir adquisiciones, construcciones o requerimientos de producción (capital de trabajo). El valor de mercado de los pagarés al 31 de diciembre de 2019 es de S/ 572,176 y la tasa de mercado es de 4.37%; asimismo, el valor de mercado de los bonos emitidos al 31 de diciembre de 2019 es de S/ 365,868.25 y la tasa de mercado es de 4.19%. En el anexo 17 se detalla el análisis de las obligaciones financieras de Leche Gloria S.A.

### **6.3 Diagnóstico**

- **Problemas económicos**

- La disminución de su rentabilidad se debe a una disminución en las ventas y un nivel de apalancamiento incrementado por un mayor volumen de activos adquiridos con deuda, dejando espacio para una mejora en la rentabilidad si se trabaja la disminución en su nivel de activos corrientes y una disminución en los costos.
- Sin embargo, podemos concluir que la Leche Gloria S.A. no presenta problemas económicos.

- **Problemas financieros**

- Como se ha visto, las NOF no llegan a ser cubiertas en su totalidad con el fondo de maniobra, por lo que el endeudamiento de corto plazo aumentó. Sin embargo, también se aprecia que la empresa tiene suficiente capacidad de generar EBITDA para cubrir el gasto financiero. Respecto a sus comparables latinoamericanos, Gloria muestra un nivel más competitivo de endeudamiento en veces EBITDA.
- El *Free Cash Operations* (FCO)/EBITDA muestra un incremento al 2019 que obedece a una disminución en las ventas y a una mejora en la rotación de las cuentas por pagar y en el inventario, esto se logró a través de una gestión eficiente del capital de trabajo de la compañía, en donde la empresa agilizó sus cobranzas y consumió su

inventario frente a una situación de menores ventas, logrando mejorar su FCO en una situación de un menor EBITDA. Respecto a sus comparables, Gloria muestra una mejora desempeño en sus ratios de gestión y mayores márgenes que Laive, presentando un ratio FCO/EBITDA superior y cercano al de sus comparables latinoamericanos.

- El nivel de apalancamiento alto es una característica de la industria y fortalece la rentabilidad del patrimonio de Leche Gloria.
- La deuda bancaria se encuentra concentrada en tres bancos y presenta un riesgo de crédito debido a que comparte las mismas fechas de vencimiento. Los programas de bonos, al tener un cronograma de pagos establecido, disminuyen el riesgo de pérdidas por implementar estrategias de recompra de bonos o de refinanciamiento de deuda.
- Las inversiones se realizan en activos fijos con la finalidad de la mejora de equipos de las diferentes plantas. Las inversiones han ido disminuyendo (promedio -43% en el último año) debido al impacto negativo en las ventas y la disminución del EBITDA.

Por lo tanto, podemos concluir que Leche Gloria S.A. no presenta problemas financieros.

## **Capítulo VII. Valoración**

### **7.1 Supuestos de proyecciones**

Consideramos el supuesto de negocio en marcha y que la empresa continuará en la industria de lácteos. Los supuestos principales de la proyección de los estados financieros se detallan en el anexo 18. Las proyecciones de ingresos se aprecian en el anexo 19; las proyecciones de inversión, en el anexo 20, y las proyecciones de Estado de Situación Financiera y el estado de resultados, en el anexo 21. El análisis de consistencia, para validar los supuestos, se presenta el anexo 22.

### **7.2 Determinación de la tasa de descuento**

La tasa de descuento que se utilizará para descontar los flujos proyectados es el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC), el cual resulta del promedio ponderado de dos conceptos: costo de las deudas de la compañía, y la rentabilidad exigida por los accionistas (después de impuestos). En el anexo 23 se revisa el marco teórico del cálculo de la tasa de descuento, así como el modelo CAPM y el valor de perpetuidad “g”.

En el anexo 24 se realizan los cálculos del WACC para los flujos (8.86%), para el valor terminal (8.86%) y el “g” para el valor terminal de 4.14% (relacionado con el crecimiento del PBI de Perú ajustado con la inflación).

### **7.3 Métodos de valoración**

#### **7.3.1 Determinación de los flujos de caja libre**

El valor de la empresa se determinará con los flujos futuros de dinero y descontándolos a una tasa de descuento apropiada (WACC) (Fernández, 2011). La valoración se realizó al 31 de diciembre de 2019, considerando el análisis financiero y estratégico. Como resultados de las proyecciones se obtuvieron los flujos futuros, que se presentan en la siguiente tabla:

**Tabla 17*****Flujo de caja libre proyectado del año 2020 al 2029***

(En miles de soles)	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>
EBIT	292,129	270,317	287,535	311,028	308,429	320,205	332,219	339,716	351,128	362,361
<b>EBIT x (1-t)</b>	197,649	182,569	195,110	210,517	208,784	216,921	224,936	230,038	237,792	245,372
+Depreciación y amortización	101,015	107,060	113,456	120,109	127,027	134,223	141,707	149,493	157,592	166,018
-Inversiones (incluye intangibles)	-114,986	-125,126	-132,407	-137,695	-143,204	-148,944	-154,924	-161,155	-167,647	-174,412
-Incremento de capital de trabajo	<b>-73,803</b>	<b>-98,075</b>	<b>-6,698</b>	<b>-6,412</b>	<b>-96,394</b>	<b>-7,983</b>	<b>-9,673</b>	<b>-11,343</b>	<b>-13,130</b>	<b>-10,120</b>
<b>FCFF</b>	<b>109,875</b>	<b>66,427</b>	<b>169,462</b>	<b>186,519</b>	<b>96,213</b>	<b>194,217</b>	<b>202,046</b>	<b>207,033</b>	<b>214,606</b>	<b>226,857</b>

Nota: Elaboración propia, 2021.

**Tabla 18*****Determinación del valor patrimonial***

WACC	8.86%
Valor terminal (Año 5)	
WACC valor terminal	8.86%
g*	4.14%
<b>Valor terminal</b>	<b>4'800,369</b>
<b>Valor patrimonial</b>	
VP FCFE	1'014,271
V. Terminal actualizado	2'141,760
<b>Valor de la empresa</b>	<b>3'156,031</b>
Cash (2019)	49,226
Deuda a valor de mercado	-938,045
<b>Valor patrimonial</b>	<b>2'267,212</b>

Nota: Elaboración propia, 2021.

Debido que Leche Gloria S.A no publica el valor de sus acciones comunes se ha calculado una prima de valor de 1.15 veces el precio de las acciones comunes sobre las acciones de inversión. Dicho cálculo se explica en el anexo 18.

Finalmente, como resultado de la valorización de la empresa con los supuestos presentados se obtiene un valor por acción de inversión de S/ 4.75 y un valor por acción común de S/ 5.44.

**Tabla 19*****Valor por acción del año 2019***

Nº acciones (2019)	421'619,213
Nº Acciones de inversión	39'117,107
Nº Acciones comunes	382'502,106
Prima de valor	1.15
<b>Valor por acción de inversión</b>	<b>4.75</b>
<b>Valor por acción común</b>	<b>5.44</b>
Valor por acción de inversión – (valor de mercado al cierre del 2019)	5.70

Nota: Elaboración propia, 2021.



En el capítulo 2, ítem 2.5, se comentó que el 1% de todas las acciones pertenecen a accionistas no relacionados al Grupo Gloria, lo que posiblemente la convertía en una acción no líquida. Esto explicaría la diferencia entre el valor por acción de inversión estimado por los autores de la presente investigación en S/ 4.75 y el valor de mercado por acción en S/ 5.70.

### **7.3.2 Método de múltiplos comparables**

De manera complementaria, se elaboró el cálculo de valorización por el método de múltiplos comparables a Leche Gloria S.A. Los criterios fueron: cotizar en Bolsa, ser empresas de alimentos, operar en Latinoamérica, tener un grado de integración vertical similar y una estructura de deuda similar. Sin embargo, la metodología de múltiplos comparables presenta limitaciones de aplicación relacionados al uso de promedios de múltiplos que tienen gran dispersión, la información pública disponible puede no ser completamente fiable, los resultados puede sufrir distorsiones por el uso de distintas políticas contables, los niveles de apalancamiento de las empresas comparables puede no ser similar, se corre el riesgo de usar múltiplos de manera distinta a su definición, no se considera las particularidades de la empresa a valorizar, no se considera el ritmo de crecimiento ni la capacidad para generar flujos futuros y no se revela implicancias en la estrategia de la empresa (Fernández, 2007).

El resultado del cálculo por método de múltiplos comparables presenta un problema con relación al ratio EV/EBITDA de los comparables que fluctúa entre 7.95x y 34.56x. Asimismo, el ratio EV/Venta de las empresas comparables está dentro de 0.87x y 1.41x, lo que quita validez al resultado obtenido. En el anexo 25 se presentan los resultados de la valoración por múltiplos.

## **Capítulo VIII. Análisis de riesgos**

### **8.1 Identificación de los riesgos y creación de matriz de riesgos**

Se identificaron los riesgos asociados a la gestión de Leche Gloria. El detalle de la matriz de riesgos con la ponderación de probabilidad de ocurrencia e impacto se presentan en el anexo 26.

Se puede concluir que la empresa maneja adecuadamente los riesgos relacionados a tasa de interés, tipo de cambio, precio, crédito y liquidez; sin embargo, se debe considerar que el impacto relacionado al riesgo reputacional podría ser alto si se repite otra denuncia relacionada a la venta de productos con rotulado que no reflejaba el contenido del mismo (escándalo de la leche Pura Vida).

### **8.2 Análisis de sensibilidad**

Analizaremos la sensibilidad de las siguientes variables del flujo de caja descontado para analizar cómo afecta la variación porcentual de cada variable en el precio de la acción común y de inversión. Las variables analizadas fueron: crecimiento del PBI, ratio costo de ventas/ventas, gasto administrativo, perpetuidad (g), tasa imponible efectiva y costo de deuda. Cada variable se analizó de manera independiente sin afectar el valor de las otras variables. Se considera como una variación de 0% a los valores considerados en el flujo de caja descontado presentado en el capítulo VI. Se muestra tabla con cálculos del valor de la acción de inversión y acción común en el anexo 27.

Del análisis se concluye que el precio de la acción de inversión se encuentra fuertemente condicionado a variaciones en el ratio costo de ventas/ventas y al valor de la perpetuidad (g).

### **8.3 Simulación de Montecarlo**

Se realizó una simulación con 20,000 iteraciones de todas las variables asumiendo una distribución normal o triangular (ver anexo 26), obteniendo un precio de la acción promedio de S/ 5.13 y mediana en S/ 5.09. El detalle de la simulación se encuentra en el anexo 28.

### **8.4 Riesgos no considerados en la valorización**

No se consideraron los riesgos operacionales, riesgos de reaseguro, riesgos de lavado de activos, riesgos sociales y ambientales para la valorización. No se consideraron estos riesgos debido a la poca o nula información existente que permita cuantificar su efecto sobre los flujos proyectados sin generar mayores sesgos en la valorización.

## **Capítulo IX. Resumen de la inversión**

### **9.1 Conclusiones**

Leche Gloria S.A. es la empresa líder en el Perú, en la producción, envasado y comercialización de productos lácteos y sus derivados. El 83% de sus ingresos se centra en tres líneas de negocio: leche evaporada, leche UHT y yogurt. El sector presenta un gran nivel de rivalidad entre competidores, baja amenaza de nuevos competidores y fuerte dependencia con proveedores. Su ventaja competitiva está basada en una estrategia de liderazgo en costos, integrándose verticalmente en su cadena de producción.

Leche Gloria, junto con las empresas Nestlé y Laive, constituyen el 90% del mercado nacional.

Del análisis financiero de la empresa se obtiene una evolución favorable de sus ratios de liquidez, apalancamiento, gestión y rentabilidad a comparación de la competencia, evidenciando su política de financiar adquisiciones de activo fijo con deuda y, de esta forma, mejorar su margen neto.

Las variables con mayor efecto sobre la valorización son la razón del costo de venta sobre las ventas y el valor de la perpetuidad ( $g$ ). En una simulación simultánea de las variables se obtienen resultados similares a la presente valoración.

### **9.2 Recomendaciones**

La recomendación del presente investigación es vender la acción, debido a que el precio de cierre en el 2019 fue de S/ 5.70 por acción de inversión, y la valoración por FCFE es de S/ 4.75 por acción de inversión, mientras que la simulación de Montecarlo arroja un valor de S/ 5.13 por acción de inversión.

## Referencias

- Agencia AFP. (10 de junio de 2020). OCDE prevé una recesión mundial de al menos 6% para el 2020 por pandemia. *Diario Gestión*. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/ocde-preve-una-recesion-mundial-de-al-menos-6-para-el-2020-por-pandemia-noticia/?fbclid=IwAR3QdoK3mAGE4TWqPjjLhd9rDGupwTA7k3C00U3Rgu1-XmBWiaL6fTweEmg>
- Aguilar, Francis. (1967). *Análisis del entorno empresarial*. New York: Macmillan. Recuperado de <https://www.worldcat.org/title/scanning-the-business-environment/oclc/166317>
- Badenes, Cristina, & Santos, José María. (1999). Introducción a la valorización de empresa por el método de los múltiplos de compañías comparables. IESE – Universidad de Navarra. 0299-034. FN-462. Recuperado de <http://web.iese.edu/pablofernandez/docs/FN-0462.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). (2019). *Reporte de Inflación. Diciembre 2019. Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2019-2021*. Lima: BCRP. Recuperado de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2019/diciembre/reporte-de-inflacion-diciembre-2019.pdf>
- Bartholdy, Jan, & Peare, Paula. (11 de noviembre de 2002). Estimation of Expected Return: CAPM vs Fama and French. International Review of Financial Analysis. Recuperado de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=350100](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=350100)
- Bloomberg. (s.f.a). GRUMA MM Equity. [Software de información financiera].
- Bloomberg. (s.f.b). LALAB MM Equity. [Software de información financiera].

Bloomberg. (s.f.c). NUTRESA CX Equity. [*Software* de información financiera].

Bloomberg. (s.f.d). WATTS CI Equity. [*Software* de información financiera].

Blume, Marshall. (1970). Portfolio Theory: A Step Toward Its Practical Application. *The Journal of Business*. Vol. 43, No. 2 (Apr., 1970), pp. 152-173 (22 pages). Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/2352108?seq=1>

Bolsa de Valores de Lima (BVL). (s.f.). Leche Gloria S.A. Recuperado de <https://www.bvl.com.pe/emisores/detalle?companyCode=36100>

Class & Asociados S.A. (2014). Fundamentos de Clasificación de Riesgo. Leche Gloria S.A. Sesión de Comité N° 28/2014: 15 de agosto del 2014. Información financiera al 30 de junio de 2014. [PDF].

Class & Asociados S.A. (2016). Fundamentos de Clasificación de Riesgo. Leche Gloria S.A. Sesión de Comité N° 22/2016: 27 de mayo del 2016. Información financiera auditada al 31 de diciembre del 2015. [PDF].

Class & Asociados S.A. (2017). Fundamentos de Clasificación de Riesgo. Leche Gloria S.A. Sesión de Comité N° 26/2017: 31 de mayo del 2017. Información financiera auditada al 31 de diciembre del 2016. [PDF].

Class & Asociados S.A. (2018). Fundamentos de Clasificación de Riesgo. Leche Gloria S.A. Sesión de Comité N°19/2018: 10 de mayo del 2018. Información financiera auditada al 31 de diciembre del 2017. [PDF].

Class & Asociados S.A. (2019a). Fundamentos de Clasificación de Riesgo. Leche Gloria S.A. Sesión de Comité N° 53/2019: 27 de noviembre del 2019. Información financiera intermedia al 30 de setiembre del 2019. [PDF].

- Class & Asociados S.A. (2019b). Fundamentos de Clasificación de Riesgo. Leche Gloria S.A. Sesión de Comité N° 25/2019: 31 de mayo del 2019. Información financiera auditada al 31 de diciembre del 2018. [PDF].
- David, Fred. (2003). *Conceptos de Administración Estratégica*. Novena edición. México: Pearson Educación.
- Deloitte. (2013). Gloria S.A. Dictamen de los Auditores Independientes. Estados financieros separados. Años terminados al 31 de diciembre de 2012 y de 2011. [PDF].
- Deloitte. (2014). Gloria S.A. Dictamen de los Auditores Independientes. Estados financieros separados. Años terminados al 31 de diciembre de 2013 y de 2012. [PDF].
- Deloitte. (2015). Gloria S.A. Dictamen de los Auditores Independientes. Estados financieros separados. Años terminados al 31 de diciembre de 2014 y de 2013. [PDF].
- Duff & Phelps. (2019). Valuation Handbook 2019. U.S. Industry Cost of Capital Market Results Through December 2019. Duff & Phelps. Company & SIC List. [PDF].
- Euromonitor International. (2019). Drinking Milk Products in Peru. Noviembre 2019. [PDF].
- EY. (2016). Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2015 y de 2014 junto con el dictamen de los auditores independientes. [PDF].
- EY. (2017a). Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes. [PDF].
- EY. (2017b). ¿Su empresa está al tanto de las últimas prácticas de valorización en el mercado? [PDF].
- EY. (2018). Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2017 y de 2016 junto con el dictamen de los auditores independientes. [PDF].

- EY. (2019a). Leche Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2018 y de 2017 junto con el dictamen de los auditores independientes. [PDF].
- EY. (2019b). Laive S.A. Estados financieros al 31 de diciembre de 2018 y de 2017 junto con el dictamen de los auditores independientes. [PDF].
- EY. (2020a). Leche Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2019 y de 2018 junto con el dictamen de los auditores independientes. [PDF].
- EY. (2020b). Practitioner's guide to cost of capital & WACC calculation. Febrero 2020. [PDF].
- EY. (2020c). Laive S.A. Estados financieros al 31 de diciembre de 2019 y de 2018 junto con el dictamen de los auditores independientes. [PDF].
- Fama, Eugene, & French, Kenneth. (2003). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. Recuperado de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=440920](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=440920)
- Federal Reserve Board (FED). (s.f.). FOCM Economic projections Dic. 2019. [PDF].
- Fernández, Pablo. (2011). WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores. Documento de investigación DI -914. Recuperado de <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0914.pdf>
- Fernández, Pablo. (2015). CAPM (capital asset pricing model): un modelo absurdo. Relación entre la rentabilidad esperada y la beta ... según un modelo absurdo. [PDF].
- Friend, Irwin, & Blume, Marshall, E. (1970). Measurement of Portfolio Performance under Uncertainty. *American Economic Review*. American Economic Association, Vol. 60(4), pages 561-575, September. Recuperado de <https://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v60y1970i4p561-75.html>



- Gloria S.A. (2007). *Memoria Anual 2006*. [PDF].
- Gloria S.A. (2008). *Memoria Anual 2007*. [PDF].
- Gloria S.A. (2009). *Memoria Anual 2008*. [PDF].
- Gloria S.A. (2010). *Memoria Anual 2009*. [PDF].
- Gloria S.A. (2011). *Memoria Anual 2010*. [PDF].
- Gloria S.A. (2012). *Memoria Anual 2011*. [PDF].
- Gloria S.A. (2013). *Memoria Anual 2012*. [PDF].
- Gloria S.A. (2014). *Memoria Anual 2013*. [PDF].
- Gloria S.A. (2015). *Memoria Anual 2014*. [PDF].
- Gloria S.A. (2016). *Memoria Anual 2015*. [PDF].
- Gloria S.A. (2017). *Memoria Anual 2016*. [PDF].
- Grupo Gloria. (s.f.a). Misión. Recuperado de <https://www.grupogloria.com/mision.html>
- Grupo Gloria. (s.f.b). Visión. Recuperado de <https://www.grupogloria.com/vision.html>
- Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (s.f.). Economía. Recuperado de <https://www1.inei.gob.pe/estadisticas/indice-tematico/economia/>
- Kotler, Philip, & Armstrong, Gary. (2013). *Fundamentos de Marketing*. Décimo primera edición. México: Pearson.
- Kotler, Philip. (2016). *Dirección del Marketing*. México: Pearson.
- KPMG. (2019). What's it worth? Determining value in the continuing low interest rate environment. [PDF].
- La República. (01 de junio de 2020). Día Mundial de la Leche: Consumo per cápita anual en el Perú llega a los 87 litros. *Diario La República*. Recuperado de

<https://larepublica.pe/economia/2020/06/01/dia-mundial-de-la-leche-consumo-per-capita-anual-en-nuestro-pais-llega-a-los-87-litros/>

Gloria S.A. (2005). *Memoria Anual 2004*. [PDF].

Gloria S.A. (2006). *Memoria Anual 2005*. [PDF].

Leche Gloria S.A. (2018). *Memoria Anual 2017*. [PDF].

Leche Gloria S.A. (2019). *Memoria Anual 2018*. [PDF].

Leche Gloria S.A. (2020a). *Memoria Anual 2019*. [PDF].

Leche Gloria S.A. (2020b). Reporte sobre el cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas (10150). Recuperado de [https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/BUEN\\_GOBCORPGLORIA\\_AyD.pdf](https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/BUEN_GOBCORPGLORIA_AyD.pdf)

Markowitz, Harry. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91. [PDF].

Ministerio de Agricultura y Riego (MINAGRI). (2017b). Plan Nacional de Desarrollo Ganadero 2017-2027. Recuperado de <https://www.minagri.gob.pe/portal/download/pdf/dg-ganaderia/plan-nacional-ganadero-2017-2027.pdf>

Ministerio de Agricultura y Riego (MINAGRI). (21 de junio de 2017a). Decreto Supremo que aprueba el Reglamento de la Leche y Productos Lácteos, que consta de 65 artículos y 01 Anexo, que forma parte del presente Decreto Supremo [Decreto Supremo N°007-2017-MINAGRI]. Recuperado de <https://www.minagri.gob.pe/portal/decreto-supremo/ds-2017/19598>

Ministerio de Agricultura y Riego (MINAGRI). (24 de junio de 2019). Puno: MINAGRI inaugura 30 mini establos y módulos de riego tecnificado. Recuperado de

<https://www.agroideas.gob.pe/2019/06/24/puno-minagri-inaugura-30-mini-establos-y-modulos-de-riego-tecnificado/>

Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). (2019). Decreto Supremo que modifica el Impuesto Selectivo al Consumo aplicable a los bienes del Nuevo Apéndice IV del TUO de la Ley del Impuesto General a las Ventas e Impuesto Selectivo al Consumo y el Reglamento de la Ley del Impuesto a la Renta [Decreto Supremo N°181-2019-EF]. Recuperado de <https://www.gob.pe/institucion/mef/normas-legales/279908-181-2019-ef>

Osterwalder, A. y Pigneur, Y. (2011). *Generación de modelos de negocio. Un manual para visionarios, revolucionarios y retadores*. Barcelona: Deusto.

Porter, Michael. (1979). How Competitive forces Shape Strategy. *Harvard Business Review*. March–april 1979.

Porter, Michael. (2008). *Estrategia Competitiva*. Trigésima octava reimpresión. México: Grupo Editorial Patria.

PWC. (2011). Gloria S.A. Estados financieros. 31 de diciembre de 2010 y 31 de diciembre de 2009. [PDF].

PWC. (2012). Gloria S.A. Estados financieros separados. 31 de diciembre de 2011 y 31 de diciembre de 2010. [PDF].

Redacción Gestión. (01 de junio de 2019). Día de la Leche: Perú busca elevar consumo per cápita de 87 a 96 litros hacia el 2021. *Diario Gestión*. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/dia-leche-peru-busca-elevar-consumo-per-capita-87-96-litros-2021-268859-noticia/>

Redacción Gestión. (20 de mayo de 2020). Pobreza en Perú bajó el 2019 pero subió el nivel de la pobreza extrema. *Diario Gestión*. Recuperado de <https://gestion.pe/peru/nivel-de-pobreza-en-peru-se-redujo-ligeramente-en-el-2019-noticia/>

Redacción. (02 de junio de 2020). Producción nacional de leche fresca alcanzó las 2.129.366 toneladas. *Agraria.pe, Agencia Agraria de Noticias*. Recuperado de [https://agraria.pe/noticias/produccion-nacional-de-leche-fresca-alcanzo-las-2-129-366-to-21655#:~:text=%C3%97-,Producci%C3%B3n%20nacional%20de%20leche%20fresca%20alcanz%C3%B3%20las%202.129.366%20toneladas,Agricultura%20y%20Riego%20\(Minagri\).](https://agraria.pe/noticias/produccion-nacional-de-leche-fresca-alcanzo-las-2-129-366-to-21655#:~:text=%C3%97-,Producci%C3%B3n%20nacional%20de%20leche%20fresca%20alcanz%C3%B3%20las%202.129.366%20toneladas,Agricultura%20y%20Riego%20(Minagri).)

Rowe, Alan; Richard, Mason; & Karl, Dickel, (1983). Strategic Management & Business Policy: A Methodological Approach. *The Academy of Management Review*. Vol. 8, No. 1 (Jan., 1983), pp. 167-169. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/257184?seq=1>

Shapiro, Myron, & Gordon, Eli. (1956). Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. [PDF].

Soleadea. (s.f.). Asset Beta vs Equity Beta: Pure-Play Method Explained. Recuperado de <https://soleadea.org/cfa-level-1/pure-play-method>

Villegas, Luciano. (s.f.). Recursos de la firma y ventaja competitiva sustentable. Jay Barney.PDF. Recuperado de <https://qdoc.tips/recursos-de-la-firma-y-ventaja-competitiva-sustentable-jay-barneypdf-pdf-free.html>

## **Anexos**

## Anexo 1. Hechos de importancia

Año	Principales sucesos en la compañía
1941	Constitución de Leche Gloria S.A. en Arequipa por la empresa Carnation Milk Company Inc.
1978	Adquirida por Carnation Company cambió su razón social a Gloria S.A.
1985	Nestlé de Suiza adquiere Gloria S.A. de la empresa Carnation Company.
1986	José Rodríguez Banda S.A. (JORSA), adquiere un porcentaje mayoritario de acciones de Gloria S.A de Nestlé Suiza.
2014	Primera emisión y colocación de bonos por S/ 150 millones a una tasa fija de 6.1%, con un vencimiento de siete años.
2015	Segunda emisión y colocación de bonos por S/ 140 millones a una tasa fija de 5.6% con un vencimiento de cinco años. Tercera emisión y colocación de bonos por S/ 150 millones a una tasa fija de 7.1% con un vencimiento de 20 años. Cuarta emisión y colocación de bonos por S/ 153 millones a una tasa fija de 6.7% con un vencimiento de cinco años.
2016	Reducción de la demanda de productos lácteos a causa del escándalo sobre la composición de sus productos.
2018	Cambio de razón social a Leche Gloria S.A. por aprobación de la Junta General de Accionistas.

Fuente: Clasificación de Riesgo de Leche Gloria S.A por Class & Asociados S.A., 2019a.

## Anexo 2. Línea de producto, segmento de mercado, marcas principales y ventas

**Tabla A. Leche Gloria: marcas según línea de producto**

Líneas de producto	Segmento de mercado	Marcas
Lácteos	Leche evaporada, UHT, leche en polvo, leche condensada, crema de leche.	Gloria, Pura Vida, Soy Vida, Bella Holandesa, Bonlé, Chicolac y Shake.
Derivados lácteos	Yogurt, quesos, base para helados, mantequilla.	Milkito, Bonlé, Gloria, Yomost y Yofresh.
Otros de consumo masivo	Néctar, refrescos, conservas de pescado, panetón, agua, café, batido de proteínas.	Gloria, Tampico, Mónaco, LaMesa y Leaf Tea.

Nota: Elaboración propia, 2021.

### Anexo 3. Estructura accionarial

La empresa tiene dos tipos de acciones:

- **Acciones comunes.** Representan un porcentaje del capital de la sociedad y otorgan a su titular derechos políticos y económicos, que son aquellos que garantizan la participación de los accionistas en la gestión de la empresa.
- **Acciones de inversión.** En 1977 se emitieron por primera vez este tipo de acciones a favor de los trabajadores en algunos sectores productivos. Estas se emitieron con la finalidad que los trabajadores pudieran disfrutar de las utilidades generadas por la empresa en donde laboraban ya que otorgan derechos económicos, pero no políticos.

**Figura A. Distribución de las acciones**



Fuente: Memoria Anual 2019, de Leche Gloria S.A.

**Tabla A. Distribución de las acciones de inversión**

Nombre	Número de titulares	Porcentaje de participación %
Menor a 1%	964	17.9
Entre 1% - 5%	2	3.2
Entre 5% - 10%	1	5.9
Mayor al 10%	2	72.8
Total	969	100.0

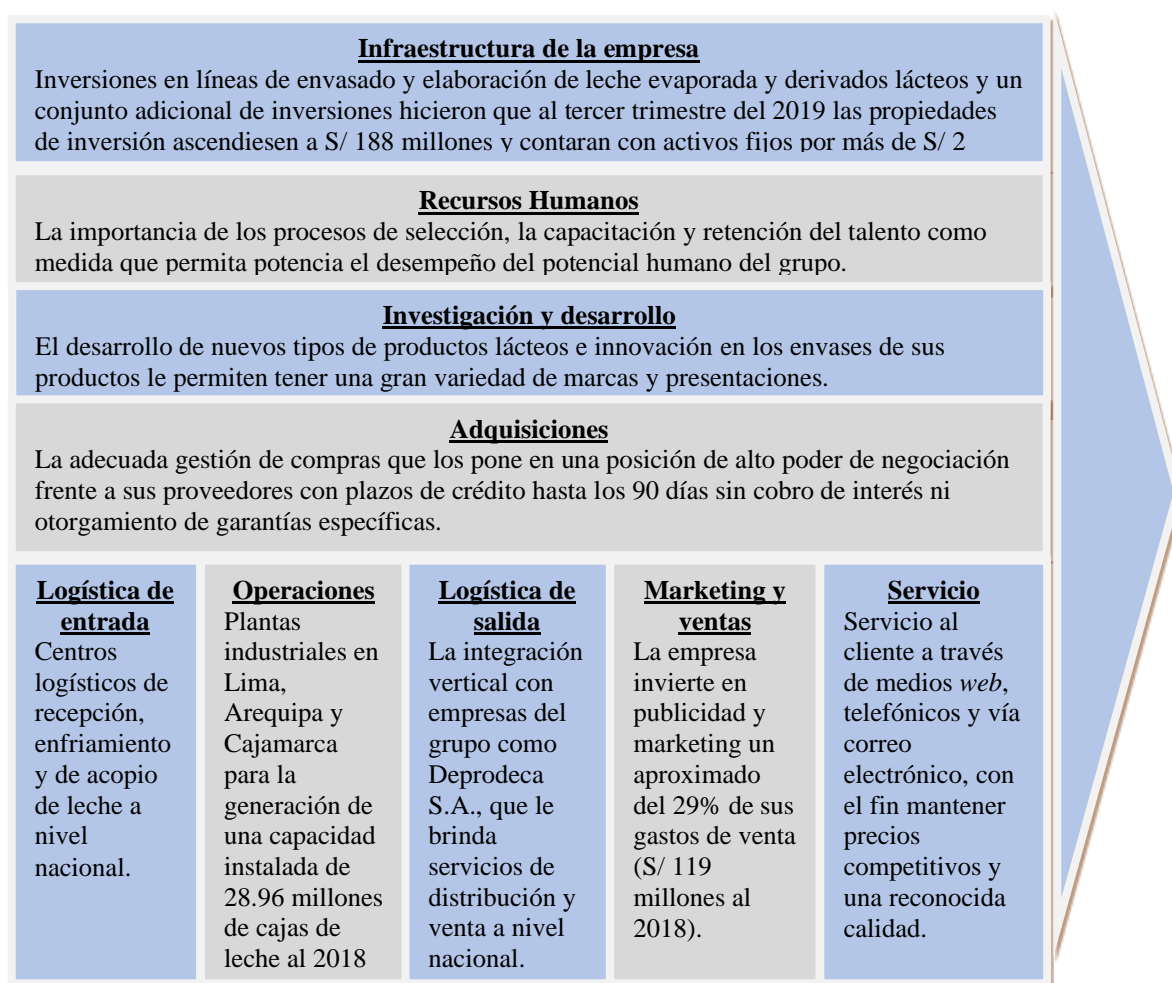
Fuente: Memoria Anual 2019, de Leche Gloria S.A.

## Anexo 4. Organigrama y puestos clave

Nombre	Cargo
Jorge Rodríguez Rodríguez	Gerente General
Cesar Abanto Quijano	Gerente de Planeamiento Financiero
Juan Bustamante Zegarra	Gerente Logístico
Fernando Devoto Acha	Gerente Legal
Alfredo Montoya Manrique	Gerente de Producción
Marlene Negreiros Bardales	Gerente de Gestión Humana
Alejandro Núñez Fernández	Gerente de Contabilidad
Luis Tejada Diaz	Gerente de Negocios Internacionales
José Zereceda Ortiz	Gerente de Seguros

Fuente: Memoria Anual 2019, de Leche Gloria S.A.

## Anexo 5. Análisis de la Cadena de valor



Fuente: Fundamentos de Marketing, por Kotler & Armstrong, 2013.



Anexo 7. Modelo de negocios Canvas

Socios claves	Actividades claves	Propuestas de valor	Relaciones con los clientes	Segmentos de clientes
<ul style="list-style-type: none"><li>• Proveedores nacionales de leche fresca</li><li>• Proveedores internacionales de leche en polvo</li><li>• DEPRODECA</li><li>• Bancos</li><li>• Accionistas</li><li>• Bonistas</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Sistema de acopio de leche</li><li>• Transporte y refrigeración de leche</li><li>• Control de calidad de la leche</li><li>• Producción</li><li>• Red de distribución</li><li>• Marketing</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Ofrecen bienestar para las familias, a través de la producción de alimentos ricos, saludables y nutritivos de impacto positivo en sociedad y medio ambiente.</li><li>• Diversifican sus productos abarcando varios segmentos y necesidades alimenticias.</li><li>• Innovación de productos.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Relación personalizada con los clientes directos a través de servicios de atención al cliente por teléfono y correo electrónico.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Niños</li><li>• Adolescentes</li><li>• Jóvenes</li><li>• Adultos</li><li>• Adultos mayores</li></ul>
	Recursos claves		Canales de distribución	
	<ul style="list-style-type: none"><li>• Centros de acopio de leche y plantas procesadoras</li><li>• Camiones, almacenes</li><li>• Personal calificado</li></ul>		<ul style="list-style-type: none"><li>• DEPRODECA, con cobertura nacional y servicios de exportación.</li></ul>	
Estructura de costos			Fuentes de ingresos	
<ul style="list-style-type: none"><li>• Fijos: planta, almacenes, unidades de transporte, personal</li><li>• Variables: Leche fresca, leche en polvo, envases, pulpa de fruta, azúcar.</li></ul>			<ul style="list-style-type: none"><li>• Venta de productos lácteos y derivados del lácteo.</li></ul>	

Nota: Adaptado de *Generación de modelos de negocio. Un manual para visionarios, revolucionarios y retadores*, por Osterwalder y Pigneur, 2011.

## **Anexo 8. Programas de entorno y responsabilidad social**

- **Programa de desarrollo ganadero.** Promoción de la ganadería láctea en las zonas de acopio de leche, con las capacitaciones relacionadas a las competencias agropecuarias mejorando las capacidades de los productores y el producto final. Integrar la cadena de acopio de leche a los sectores ganaderos, asegurando la constante asesoría a los productores locales, definir un esquema de planes de capacitación y encuentros con los pequeños ganaderos para compartir el conocimiento de la producción de leche.
- **Programa de nutrición.** Ejecutar investigación científica para desarrollar productos nutritivos que cumplan con solucionar problemas de salud pública y que se promueva una cultura nutricional sostenible. Se implementaron iniciativas como “El Paradero de la Buena Nutrición” o “Centro móvil de la Buena Nutrición” para brindar educación alimentaria y nutricional con charlas para promover estilos de vida más saludables.
- **Programa de asistencia humanitaria.** Coordinar y realizar alianzas con organizaciones especializadas o mandato oficial de acciones de ayuda humanitaria, donde Leche Gloria S.A. entrega los productos de la empresa a las poblaciones afectadas por los daños causados por desastres naturales.
- **Programa de promoción del cuidado ambiental.** Gestionar el cuidado del medio ambiente y reducir la contaminación ambiental a través de la gestión adecuada de los procesos productivos, gestión de los recursos energéticos, y recursos naturales.
- **Programa de prevención de daños causados por desastres naturales.** Ejecutar labores de descolmatación, limpieza y enrocado para la prevención de los desbordes de ríos en la zona de operación productiva de la empresa, en coordinación con el gobierno.
- **Programa de empleabilidad.** Brindar oportunidades laborales para las zonas de las diferentes áreas de operación de la empresa. Su objetivo es la formalización del trabajo, brindar capacitación a las personas, e incluir a las personas en el mercado laboral.

Anexo 9. Análisis PEST

Factores políticos			
Factores	Impacto	Probabilidad de ocurrencia	Oportunidad o Amenaza
Reglamento de la Leche y Productos Lácteos (Decreto Supremo N°007-2017-MINAGRI) (MINAGRI, 2017a).	Requisitos fundamentales que los productos de origen bovino deben cumplir para el consumo humano. Dicha resolución aplica para la leche y productos lácteos nacionales e importados, a fin de garantizar su calidad en pro de la salud de los peruanos.	Alta	<b>Oportunidad.</b> Este reglamento tiene como objetivo fomentar el desarrollo de la industria ganadera a través de la tecnificación y transparencia en la oferta de productos lácteos, lo cual fomenta la competencia y la calidad de los productos.
Incremento del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) (Decreto Supremo N°181-2019-EF) (MEF 2019).	Incremento del ISC a las bebidas con contenido de azúcar superior a los 6g/100ml de 17% a 25%.	Alta	<b>Amenaza.</b> Los néctares y jugos producidos por Leche Gloria S.A. cuentan con contenido de azúcar superior a los 6g/100ml, por lo que están sujetos al incremento en el ISC.
Factores económicos			
Menor crecimiento económico en el sector manufacturero y el sector consumo.	La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) indica que aún es incierto poder determinar el decrecimiento económico mundial debido al COVID-19 porque, en un escenario de un nuevo rebrote a finales del 2020, esto podría llevar a una caída en 7.6% de la economía mundial para este año. Actualmente prevén un decrecimiento de 6% en el 2020, bajo un escenario que no incluya un nuevo rebrote a nivel mundial. Para el caso del Perú, el Banco Mundial prevé una caída del 12% en el 2020 (Agencia AFP, 2020).	Alta	<b>Amenaza.</b> Un menor crecimiento en el Perú impactaría a la industria de producción de productos lácteos, la cual representa el 1.8% del sector Manufactura y debido a alta participación de Leche Gloria S.A en esta industria (más del 70% de participación), el impacto sería altamente proporcional al crecimiento en ventas del negocio.
Tasa de interés	Las perspectivas de menor crecimiento a nivel mundial han llevado a los bancos centrales a reducir tasas con el fin de fomentar de reactivar el crecimiento económico a través del incremento del crédito. En este sentido, un decrecimiento todos los tramos de la curva del Tesoro Americano indica un mayor apetito por bonos, lo cual lleva a considerar un posible periodo de recorte de tasas por parte del Sistema de Reserva Federal de Estados Unidos (más conocido como FED por ser las siglas de Federal Reserve System), y a un nuevo período de tasas a niveles cercanos a cero.	Alta	<b>Oportunidad.</b> Si bien una disminución de tasa referencia por parte de la FED es señal de una previsión de menor crecimiento a nivel mundial, se considera que para el caso de Leche Gloria S.A. esto representa una oportunidad para el refinanciamiento de su deuda en bonos con vencimientos próximos (2020 y 2021).
Tipo de cambio	Leche Gloria S.A. tiene proveedores internacionales a los que les paga en dólares, por ese motivo tiene una exposición al tipo de cambio ya que sus ingresos en su mayoría son en soles.	Alta	<b>Amenaza.</b> Los pasivos comerciales de Leche Gloria S.A. incrementarán su valor en soles bajo un escenario de subida de tipo de cambio, requiriendo una cantidad mayor de soles para cubrir sus obligaciones y un efecto de pérdida por tipo de cambio para la empresa.
Factores sociales			
Consumo <i>per cápita</i> de leche en el Perú	En el Perú el consumo <i>per cápita</i> de leche es de 87 litros/persona/año, este consumo es menor en la región en comparación de Uruguay, 239 lt; Argentina, 200 lt; Brasil, 160 lt; Colombia, 141 lt y Chile, 130 lt. Según la Oficina de Control de Activos Extranjero de Estados Unidos (OFAC), el consumo mínimo <i>per cápita</i> recomendado es de 120 lt; por ese motivo, el objetivo del Ministerio de Agricultura y Riego es incrementar el consumo a 96 lt por persona al año (Redacción Gestión, 2019).	Media	<b>Oportunidad.</b> Un mayor consumo de leche en el Perú impactaría en el crecimiento de la industria de producción de leche, generando un aumento significativo en el volumen de ventas de Leche Gloria S.A.
Disminución de la pobreza en el Perú.	Según el INEI, el Perú, al 2018 ha reducido su porcentaje de población en situación de pobreza monetaria tanto en Lima Metropolitana como en el resto del país, pasando de 33.5% en el 2009 a 20.5% en el 2018 (Redacción Gestión, 2020). Sin embargo, a causa de la crisis económica generada por el COVID-19, se espera un incremento en la pobreza para el 2020.	Baja	<b>Oportunidad.</b> La disminución de la pobreza hace que la demanda de bienes básicos, como es el caso de la leche, se incremente.
Factores tecnológicos			
Programa de Compensación para la Competitividad (PCC).	El Ministerio de Agricultura y Riego puso en marcha un programa para fomentar la adopción de la tecnología, apoyo para la gestión y formalización del negocio, para que las empresas del sector ganadero eleven su rentabilidad y competitividad. Al 2020 ya presentan avances como es el caso de los mini establos y módulos de riego para pequeños productores en agropecuarios en Puno y el apoyo tecnológico y asistencia técnica a la Asociación de Productores Agropecuarios de distrito de Lagunas (APALAM) en Chiclayo (MINAGRI, 2019).	Alta	<b>Oportunidad.</b> El PCC permite que las asociaciones agrarias puedan incrementar su productividad, darles valor agregado a sus productos y además incrementar su producción.
Plan Nacional de Desarrollo Ganadero 2017-2027 (MINAGRI, 2017b).	De acuerdo a lo establecido en el Plan Nacional de Desarrollo Ganadero 2017-2027 del MINAGRI, se ha previsto instalar e implementar para el 2021, un total de 100 pequeñas plantas de transformación de leche en zonas ganaderas donde existen pequeños y medianos productores lo que, sumado a la siembra de pastos cultivados y al mejoramiento genético del ganado vacuno, impulsará significativamente la producción de leche en el país y contribuirá a mejorar la economía y nutrición de las familias peruanas.	Media	<b>Oportunidad.</b> El incremento de la producción de leche beneficia al desarrollo de las actividades de acopio de Leche Gloria S.A.

Fuente: *Análisis del entorno empresarial*, por Aguilar, 1967; Plan Nacional de Desarrollo Ganadero 2017-2027, por MINAGRI, 2017b; Decreto Supremo que aprueba el Reglamento de la Leche y Productos Lácteos; Redacción Gestión.

Anexo 10. Análisis FODA

	Fortalezas	Debilidades
	1. Líder de mercado. 2. Amplia red de distribución a nivel nacional. 3. Diversificación y alto poder de negociación de proveedores. 4. Constante innovación en las líneas de negocio.	1. Concentración de ventas en leche evaporada. 2. Contingencias por insuficiente información provista a los consumidores (publicidad engañosa).
Oportunidades	Estrategias FO	Estrategias DO
1. Incremento de consumo de productos <i>light</i> . 2. Cambio en la distribución de la población por edades. 3. Bajo consumo <i>per cápita</i> de leche en comparación de la región.	<ul style="list-style-type: none"><li>Diversificar los productos para el sector <i>light</i> (F1, F2, F3, F4 y O1).</li><li>Desarrollar los productos para los nuevos sectores de consumo (F1, F3 y O2).</li><li>Recuperar la participación de mercado en el mercado de leche evaporada (F1, F2 y O3).</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Aumentar la publicidad hacia otros productos de la línea de negocio (D1, O1 y O2).</li><li>Mejorar la comunicación hacia el consumidor final (D2, O1, O2 y O3).</li></ul>
Amenazas	Estrategias FA	Estrategias DA
1. Regulación más estricta en términos de calidad de producción, publicidad, etiquetado e impuesto selectivo del consumo. 2. ISC a bebidas con alto contenido de azúcar. 3. Efectos del Fenómeno El Niño costero. 4. Crecimiento de las ventas depende de situación económica del país. 5. Alta variación de los precios internacionales de los granos, fertilizantes y semillas, alimentos que consumen el ganado. 6. Incremento del tipo de cambio.	<ul style="list-style-type: none"><li>Realizar planes de contingencia ante los efectos del fenómeno El Niño. (F2, F3 y A3).</li><li>Reestructurar los productos de acuerdo con las nuevas regulaciones (F4 y A2).</li><li>Realizar diversificación en productos no lácteos (F4, A2, A4 y A6).</li><li>Adquirir coberturas respecto a insumos de alta variación en su precio (F1 y A5).</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Comunicar a los consumidores la calidad de producción y beneficios de los productos (D2 y A1).</li><li>Incrementar exportaciones de productos (D1, A2, A4 y A6).</li></ul>

Nota: Adaptado de *Conceptos de Administración Estratégica*, por David, 2003.

## Anexo 11. Matriz BCG actualizada

Se realizó la matriz BCG sobre la base de la tasa de crecimiento del mercado y la participación relativa al mercado. Para la tasa de crecimiento del mercado se tomó la tasa de crecimiento anualizado (CAGR<sup>7</sup>) de 10 años de ventas del mercado. El valor medio se tomará del porcentaje de crecimiento del PBI 2019 de 3.99%; para la cuota de mercado se tomará la participación de mercado de los productos de Leche Gloria SA.

**Tabla A. Ventas y participación de mercado de productos Gloria**

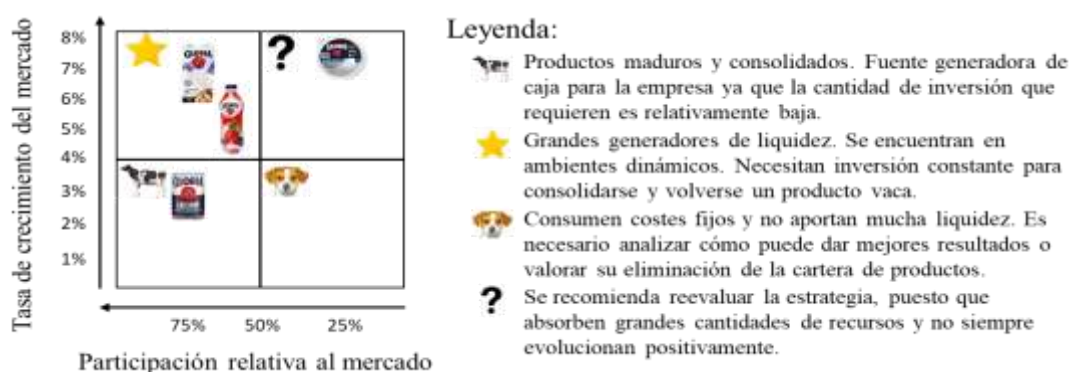
Ingresos (S/ millones)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR
Leche evaporada	1,398	1,562	1,718	1,868	2,017	2,022	1,990	1,968	2,069	1,946	3.4%
Leche pasteurizada	190	207	234	238	263	328	335	343	348	361	6.7%
Yogurt	336	381	432	489	548	589	581	515	500	548	5.0%
Quesos	63	65	68	68	72	76	81	72	74	78	2.2%

PDM	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Leche evaporada	61%	61%	61%	62%	60%	57%	56%	59%	59%	57%	59%
Leche pasteurizada	8%	9%	10%	10%	11%	14%	15%	15%	15%	16%	12%
Yogurt	15%	17%	19%	21%	24%	26%	25%	22%	22%	24%	21%
Quesos	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	3%

Fuente: Memoria Anual de Leche Gloria S.A. del 2012 al 2019.

Con lo cual se obtiene la matriz BCG para Leche Gloria S.A



Nota: Adaptado de *Conceptos de Administración Estratégica*, por David, 2003.

<sup>7</sup> CAGR son las siglas del inglés *Compound annual growth rate*.

## Anexo 12. Análisis de las Cinco Fuerzas de Porter

### • Amenaza de nuevos competidores

- Gloria, Laive y Nestlé son las empresas que lideran el mercado de lácteos y sus derivados a nivel nacional. Poseen una integración vertical (desde el acopio, producción, comercialización y distribución) lo cual les permite generar sinergias y economías de escala.
- Ingresar a competir directamente en la industria involucra una muy alta inversión en planta, almacenes, tecnología, entre otros, para obtener productos con altos estándares de calidad y que cumplan los requerimientos técnicos. Además, involucra el logro de acuerdos con los principales proveedores y clientes, lo que actualmente está copado.
- En la tabla A se presentan la cuantificación de esta amenaza.
- En conclusión, se considera como una amenaza baja con una puntuación de 2.1.

**Tabla A**

#### *Amenaza de nuevos competidores*

Factor	Peso	Valor	Puntuación relativa	Puntuación ponderada
1. Requerimiento de capital	20%	Alto	1	0.2
2. Economía de escala	15%	Alto	2	0.3
3. Diferenciación del producto	15%	Alto	2	0.3
4. Número de marcas	15%	Alto	2	0.3
5. Costo de cambio para el cliente	15%	Bajo	4	0.6
6. Tasa de crecimiento del sector	10%	Bajo	2	0.2
7. Protección del gobierno	10%	Mediano	2	0.2

Nota: Adaptado de *How Competitive forces Shape Strategy*, por Porter, 1979.

### • Poder de negociación de los proveedores

- Leche Gloria posee contratos de grandes volúmenes, lo cual le permite obtener el mejor precio, esto se traduce en un elevado poder de negociación con los proveedores.

- En el mercado hay alrededor de 75,000 productores de leche, entre pequeños, medianos y grandes productores. Se encuentran agremiados, pero no consolidados. Además, al elaborar un producto de básica necesidad el Estado, vela por sus beneficios.
- Como la producción se realiza a nivel nacional se disminuye el riesgo de desabastecimiento de leche fresca.
- En la tabla B se presentan la cuantificación de esta amenaza.
- En conclusión, se considera como una amenaza mediana, con resultado 3.6.

**Tabla B**

***Poder de negociación de los proveedores***

Factor	Peso	Valor	Puntuación relativa	Puntuación ponderada
1. Número de proveedores importantes	20%	Alto	5	1.0
2. Costos de cambio de proveedor	20%	Alto	2	0.4
3. Importancia del proveedor en tu cadena de valor	25%	Alto	5	1.25
4. Amenaza de integrarse hacia adelante	20%	Bajo	2	0.4
5. Amenaza de proveedores sustitutos	15%	Mediano	3	0.45

Nota: Adaptado de *How Competitive forces Shape Strategy*, por Porter, 1979.

• **Poder de negociación de los clientes**

- Los consumidores no están muy informados de los estándares y características de los productos, pero sí reaccionan ante noticias negativas de algún producto como en el caso de Pura Vida. Por otro lado, viene incrementándose el consumo de leche y derivados, según los estilos de vida de los consumidores. Leche Gloria posee una alta variedad de productos para atender la demanda de los clientes.
- Como la mayoría de los productos de Leche Gloria son de primera necesidad, el Estado monitorea los precios de acuerdo con la situación económica y política del país.

- Los clientes minoristas y mayoristas no están organizados y son atomizados.
- En la tabla C se presentan la cuantificación de esta amenaza.
- En conclusión, se considera como una amenaza mediana con un resultado de 2.8.

## Tabla C

### *Poder de negociación de los clientes*

Factor	Peso	Valor	Puntuación relativa	Puntuación ponderada
1. Número de clientes importantes	20%	Mediano	4	0.8
2. Importancia del costo de tu producto en los costos totales de tus clientes	20%	Mediano	3	0.6
3. Grado de estandarización del producto	20%	Bajo	2	0.4
4. Costos de cambio del cliente	20%	Bajo	4	0.8
5. Amenaza de integración hacia atrás	20%	Bajo	1	0.2

Nota: Adaptado de *How Competitive forces Shape Strategy*, por Porter, 1979.

### • Amenaza de productos sustitutos

- El sustituto de la leche evaporada y UHT es la leche en polvo y Leche Gloria también tiene el producto sustituto.
- Gloria posee una diversa cartera de productos para que los consumidores elijan otra presentación antes de migrar definitivamente al producto sustituto.
- Se tiene una preferencia del consumo de leche evaporada, UHT, o fresca antes que la leche en polvo.
- En la tabla D se presentan la cuantificación de esta amenaza.
- En conclusión, se considera como una amenaza mediana con un resultado de 3.2.

**Tabla D*****Amenaza de productos sustitutos***

<b>Factor</b>	<b>Peso</b>	<b>Valor</b>	<b>Puntuación relativa</b>	<b>Puntuación ponderada</b>
1. Precio relativo de los sustitutos	20%	Alto	4	0.8
2. Precio / calidad	20%	Bajo	2	0.4
3. Disponibilidad	20%	Alta	5	1.0
4. Costos de cambio para el cliente	20%	Bajo	4	0.8
5. Preferencia del cliente hacia el sustituto	20%	Bajo	1	0.2

Nota: Adaptado de *How Competitive forces Shape Strategy*, por Porter, 1979.

- **Rivalidad competitiva**

- Leche Gloria lidera ampliamente el mercado en sus principales familias de producto.
- Su posicionamiento lo realiza a través de la diversificación de sus productos, en sabores, combinaciones, tamaños, y presentaciones, lo que le permite también ser líder en precios.
- Sin embargo, ante una noticia negativa en algún producto de Gloria, como en el caso de Pura Vida, los consumidores naturalmente optarán por elegir algún producto de la competencia.
- En la tabla E se presentan la cuantificación de esta amenaza.
- En conclusión, se considera como una amenaza alta con un resultado de 4.0.

**Tabla E*****Rivalidad competitiva***

<b>Factor</b>	<b>Peso</b>	<b>Valor</b>	<b>Puntuación relativa</b>	<b>Puntuación ponderada</b>
1. Concentración	20%	Alto	5	1.0
2. Diversidad de competidores	20%	Bajo	4	0.8
3. Diferenciación del producto	20%	Mediano	3	0.6
4. Costo de cambio	20%	Bajo	5	1.0
5. Tasa de crecimiento del sector	20%	Mediano	3	0.6

Nota: Adaptado de *How Competitive forces Shape Strategy*, por Porter, 1979.



### Anexo 13. Inversiones anuales de Gloria S.A.

Año	Inversiones
2014	Inversiones por US\$ 45.8 millones en: puesta en operación de una planta de panetones, línea #6 de envases baby, línea de barnizado, equipos de frío, lavadero de cisternas, entre otros.
2015	Inversiones por S/ 281.8 millones en: Red eléctrica 60 KV, planta de elaboración de leche evaporada 0% lactosa, nueva planta UHT Arequipa, planta La Pascona, Trujillo, ampliación cámaras frigoríficas, nueva planta de Majes, entre otros
2016	Inversiones por S/ 137.7 millones en: Proyecto Qali Warma, línea de envasado en vaso aséptico, equipo para queso semimaduro, ampliación sistema de frío, ampliación de almacén y otros.
2017	Inversiones por S/ 326.1 millones en: Proyecto Qali Warma, línea de envasado en vaso aséptico, red eléctrica 60kw, equipos de frío, entre otros.
2018	Inversiones por S/ 55.6 millones en: Proyecto Qali Warma, línea de envasado en vaso aséptico, línea de proceso y llenado UHT, ampliación de servicios en Arequipa, entre otros.
2019	Inversión en propiedades (Lima, Arequipa y Trujillo) por S/ 197.58 millones con la finalidad de arrendamiento operativo a entidades relacionadas y a terceros. Instalación de esta línea aséptica por US\$ 30 millones.

Fuente: Memoria Anual de Leche Gloria S.A. del 2016 al 2019.

Anexo 14. Resultados financieros

Tabla A

Situación financiera 2010 a 2019 (en miles de soles)

En miles de S/	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Activo corriente</b>										
Efectivo y equivalentes	78,586	89,580	60,598	82,662	42,026	56,172	49,342	76,613	46,977	49,226
Cuentas por cobrar comerciales	135,234	142,703	154,054	183,381	219,110	212,838	299,202	273,195	338,387	300,090
Cuentas por cobrar a relacionadas	367,400	265,725	220,406	275,604	311,225	378,410	358,266	278,188	151,783	198,984
Otras cuentas por cobrar	18,948	30,711	41,857	35,229	62,501	36,667	26,994	24,337	55,933	34,337
Inventarios neto	406,575	424,347	567,477	614,559	770,355	808,126	663,725	598,755	700,691	690,527
Otros activos corrientes	15,995	6,155	6,187	7,314	7,901	20,651	6,278	3,845	6,753	8,326
<b>Total activo corriente</b>	<b>1,022,738</b>	<b>959,221</b>	<b>1,050,579</b>	<b>1,198,749</b>	<b>1,413,118</b>	<b>1,512,864</b>	<b>1,403,807</b>	<b>1,254,933</b>	<b>1,300,524</b>	<b>1,281,490</b>
<b>Activo no corriente</b>										
Cuentas por cobrar relacionadas	120,275	107,978	96,545			8,206			59,665	151,330
Otras cuentas por cobrar	36,692	32,885	40,492	30,818	5,149	2,842	1,244	3,957	439	193
Inversiones en subsidiarias	84,138	77,870	77,870	87,870	134,564	163,636	174,842	174,775	174,775	113,279
Propiedades de inversión							41,688	203,311	200,038	196,764
Activos fijos brutos							49,104	230,920	230,920	230,920
- Depreciación acumulada							-7,416	-27,609	-30,882	-34,156
Propiedades, planta y equipo	934,243	1,085,832	1,165,852	1,235,631	1,287,240	1,474,868	1,488,492	1,556,886	1,520,088	1,472,382
Activos fijos brutos			1,737,660	1,869,151	1,964,303	2,174,532	2,254,554	2,398,594	2,450,857	2,501,768
- Depreciación acumulada			-571,808	-633,520	-677,063	-699,664	-766,062	-833,221	-922,282	-1,020,899
- Estimación por deterioro						-	-	-8,487	-8,487	-8,487
Activos no financieros										20,948
Intangibles	4,433	5,550	5,473	7,675	10,164	15,179	16,968	17,180	18,355	23,088
Activos fijos brutos						32,449	35,505	37,743	41,292	48,727
- Depreciación acumulada						-17,270	-18,537	-20,563	-22,937	-25,639
<b>Activo no corriente</b>	<b>1,179,781</b>	<b>1,310,115</b>	<b>1,386,232</b>	<b>1,361,994</b>	<b>1,437,117</b>	<b>1,664,731</b>	<b>1,723,234</b>	<b>1,956,109</b>	<b>1,973,360</b>	<b>1,977,984</b>
<b>Total activo</b>	<b>2,202,519</b>	<b>2,269,336</b>	<b>2,436,811</b>	<b>2,560,743</b>	<b>2,850,235</b>	<b>3,177,595</b>	<b>3,127,041</b>	<b>3,211,042</b>	<b>3,273,884</b>	<b>3,259,474</b>
<b>Pasivo Corriente</b>										
Pasivos financieros	64,084	126,267	130,481	100,614	173,795	106,857	195,278	80,906	248,557	110,604
Cuentas por pagar comerciales	276,695	244,184	216,628	294,628	329,620	449,116	223,977	298,164	394,367	284,713
Cuentas por pagar relacionadas	1,105	8,550	76,241	126,564	78,738	65,707	81,832	65,965	68,923	77,529
Otras cuentas por pagar	117,432	137,697	207,787	177,624	170,360	219,041	291,410	310,676	291,986	329,773
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>459,316</b>	<b>516,698</b>	<b>631,137</b>	<b>699,430</b>	<b>752,513</b>	<b>840,721</b>	<b>792,497</b>	<b>755,711</b>	<b>1,003,833</b>	<b>802,619</b>
<b>Pasivo no corriente</b>										
Préstamos financieros	342,603	321,309	311,204	316,102	469,182	645,345	640,067	709,161	625,604	805,000
Cuentas por pagar comerciales						5,403	2,280			
Otros pasivos a largo plazo	94,539	95,355	94,954	94,730	84,680	85,122	95,635	92,560	95,461	106,352
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>437,142</b>	<b>416,664</b>	<b>406,158</b>	<b>410,832</b>	<b>553,862</b>	<b>735,870</b>	<b>737,982</b>	<b>801,721</b>	<b>721,065</b>	<b>911,352</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>896,458</b>	<b>933,362</b>	<b>1,037,295</b>	<b>1,110,262</b>	<b>1,306,375</b>	<b>1,576,591</b>	<b>1,530,479</b>	<b>1,557,432</b>	<b>1,724,898</b>	<b>1,713,971</b>
<b>Patrimonio</b>										
Capital social	255,843	255,843	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502
Acciones de inversión	26,164	26,164	39,117	39,117	39,117	39,117	39,117	39,070	39,020	39,020
Otras reservas de capital	51,179	51,179	75,341	75,341	76,441	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500
Resultados acumulados	972,875	1,002,788	902,556	953,521	1,045,800	1,102,885	1,098,443	1,155,538	1,050,964	1,047,481
<b>Total patrimonio</b>	<b>1,306,061</b>	<b>1,335,974</b>	<b>1,399,516</b>	<b>1,450,481</b>	<b>1,543,860</b>	<b>1,601,004</b>	<b>1,596,562</b>	<b>1,653,610</b>	<b>1,548,986</b>	<b>1,545,503</b>
<b>Total pasivo y patrimonio</b>	<b>2,202,519</b>	<b>2,269,336</b>	<b>2,436,811</b>	<b>2,560,743</b>	<b>2,850,235</b>	<b>3,177,595</b>	<b>3,127,041</b>	<b>3,211,042</b>	<b>3,273,884</b>	<b>3,259,474</b>

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2010 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

Tabla B

Estado de resultados 2010 a 2019 (en miles de soles)

En miles de S/+G2A8:K26	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Ventas netas</b>	<b>2,290,381</b>	<b>2,566,412</b>	<b>2,806,691</b>	<b>3,036,935</b>	<b>3,347,445</b>	<b>3,519,762</b>	<b>3,534,533</b>	<b>3,431,395</b>	<b>3,507,055</b>	<b>3,425,308</b>
Costo de ventas (exc. depreciación)	-1,690,158	-1,950,026	-2,061,345	-2,188,592	-2,522,275	-2,659,258	-2,567,860	-2,393,876	-2,737,783	-2,700,787
<b>Resultado bruto</b>	<b>600,223</b>	<b>616,386</b>	<b>745,346</b>	<b>848,343</b>	<b>825,170</b>	<b>860,504</b>	<b>966,673</b>	<b>1,037,519</b>	<b>769,272</b>	<b>724,521</b>
Gastos administrativos (exc. depreciación)	-84,446	-93,245	-113,091	-140,133	-127,089	-127,237	-128,263	-150,039	-117,856	-122,128
Gastos venta y distribución (exc. depreciación)	-177,094	-185,681	-235,476	-245,479	-292,296	-318,766	-397,893	-488,854	-293,012	-275,518
Otros ingresos (gastos) operativos	6,589	8,110	19,948	19,660	43,106	25,640	29,666	23,823	19,751	28,613
<b>EBITDA</b>	<b>345,272</b>	<b>345,570</b>	<b>416,727</b>	<b>482,391</b>	<b>448,891</b>	<b>440,141</b>	<b>470,183</b>	<b>422,449</b>	<b>378,155</b>	<b>355,488</b>
Depreciación y amortización	-46,398	-48,030	-59,966	-63,328	-66,175	-67,973	-77,188	-88,217	-93,322	-100,123
<b>EBIT (Resultado operativo)</b>	<b>298,874</b>	<b>297,540</b>	<b>356,761</b>	<b>419,063</b>	<b>382,716</b>	<b>372,168</b>	<b>392,995</b>	<b>334,232</b>	<b>284,833</b>	<b>255,365</b>
Dividendos recibidos			3	3	1					
Ingresos financieros	42,667	7,457	6,869	5,191	1,575	2,412	4,669	23,923	4,654	9,493
Costos financieros	-26,924	-26,815	-25,648	-32,276	-36,610	-59,462	-68,401	-55,454	-48,813	-50,359
Diferencia neta por diferencia de cambio	245	5,482	12,276	-23,303	1,346	-741	2,241	2,156	673	-201
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>314,862</b>	<b>283,664</b>	<b>350,261</b>	<b>368,678</b>	<b>349,028</b>	<b>314,377</b>	<b>331,504</b>	<b>304,857</b>	<b>241,347</b>	<b>214,298</b>
Impuesto a las ganancias	-88,745	-88,565	-108,639	-117,713	-104,125	-100,363	-115,446	-97,502	-80,641	-67,781
<b>Resultado neto</b>	<b>226,117</b>	<b>195,099</b>	<b>241,622</b>	<b>250,965</b>	<b>244,903</b>	<b>214,014</b>	<b>216,058</b>	<b>207,355</b>	<b>160,706</b>	<b>146,517</b>
- Pérdida neta de operaciones discontinuas								31.98%	33.41%	
<b>Resultado neto</b>	<b>226,117</b>	<b>195,099</b>	<b>241,622</b>	<b>250,965</b>	<b>244,903</b>	<b>214,014</b>	<b>216,058</b>	<b>207,355</b>	<b>160,706</b>	<b>146,517</b>

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2010 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

Anexo 15. Análisis financiero

Tabla A

Ratios financieras de Gloria, Laive, Gruma, Lala, Nutresa y Watt´s del 2014 a 2019

Ratios financieros	Empresa	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ratios de Liquidez							
	Liquidez corriente						
	Gloria	1.9	1.8	1.8	1.7	1.3	1.6
	Laive	1.4	1.3	1.2	1.4	1.4	1.1
	Promedio comparables latinoamericanos	2.2	1.9	1.8	1.5	1.5	1.8
	Prueba ácida						
	Gloria	0.9	0.8	0.9	0.9	0.6	0.7
	Laive	0.6	0.5	0.4	0.6	0.7	0.5
	Promedio comparables latinoamericanos	1.4	1.3	1.1	0.9	0.9	1.0
Ratios de apalancamiento							
	Apalancamiento (Pasivo / Patrimonio)						
	Gloria	0.85	0.98	0.96	0.94	1.11	1.11
	Laive	0.96	1.07	1.10	0.89	0.93	1.19
	Promedio comparables latinoamericanos	0.87	0.96	0.86	1.28	1.31	1.47
Endeudamiento (Pasivo / Activo)							
	Gloria	0.46	0.50	0.49	0.49	0.53	0.53
	Laive	0.49	0.52	0.52	0.47	0.48	0.54
	Promedio comparables latinoamericanos	0.42	0.46	0.44	0.54	0.55	0.58
	Cobertura (EBIT/Intereses)						
	Gloria	10.5	6.3	5.7	6.0	5.8	5.1
	Laive	4.5	3.1	2.6	4.1	5.7	2.5
	Promedio comparables latinoamericanos	12.5	50.4	38.7	5.6	3.6	3.3
Deuda / EBITDA							
	Gloria	1.4	1.7	1.8	1.9	2.3	2.6
	Laive	1.4	1.9	1.6	0.9	1.1	2.0
	Promedio comparables latinoamericanos	1.9	1.9	1.9	3.1	2.8	2.9
Ratios de gestión							
	Días de cobro						
	Gloria	24	22	31	29	35	32
	Laive	40	38	37	36	40	41
	Promedio comparables latinoamericanos	43	43	43	49	48	48
Días de pago							
	Gloria	48	62	32	45	53	38
	Laive	70	92	94	73	74	80
	Promedio comparables latinoamericanos	54	61	71	80	77	78
	Días de inventario						
	Gloria		109	100	94	90	94
	Laive		86	94	81	76	83
	Promedio comparables latinoamericanos		75	78	83	80	84
Días ciclo de caja							
	Gloria		70	99	77	73	87
	Laive		33	38	44	42	45
	Promedio comparables latinoamericanos		57	50	51	51	54
	NOF/Ventas						
	Gloria	23.67%	20.54%	21.42%	14.67%	14.21%	15.77%
	Laive	10.92%	10.49%	9.92%	9.39%	9.98%	11.61%
	Promedio comparables latinoamericanos	15.5%	14.1%	14.0%	14.3%	13.8%	13.5%
Ratios de rentabilidad							
	ROE (UN / Patrimonio)						
	Gloria	15.9%	13.4%	13.5%	12.5%	10.4%	9.5%
	Laive	8.9%	5.0%	5.2%	9.8%	9.8%	4.7%
	Promedio comparables latinoamericanos	14.8%	9.9%	13.6%	11.7%	10.3%	10.1%
ROA (UN / Activo total)							
	Gloria	8.6%	6.7%	6.9%	6.5%	4.9%	4.5%
	Laive	4.5%	2.4%	2.5%	5.2%	5.1%	2.1%
	Promedio comparables latinoamericanos	8.0%	5.6%	7.3%	5.0%	4.5%	4.1%
	FCO / EBITDA						
	Gloria	14.3%	98.5%	79.3%	117.3%	44.9%	61.2%
	Laive	63.0%	63.0%	64.4%	58.7%	50.2%	38.7%
	Promedio comparables latinoamericanos	69.4%	69.6%	70.1%	48.9%	71.6%	67.8%
Margen neto							
	Gloria	7.3%	6.1%	6.1%	6.0%	4.6%	4.3%
	Laive	2.9%	1.8%	1.8%	3.4%	3.5%	1.7%
	Promedio comparables latinoamericanos	7.8%	5.4%	6.7%	5.5%	4.7%	4.4%

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2010 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

Tabla B

Análisis vertical de la situación financiera de Gloria del 2010 a 2019

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Activo corriente</b>										
Cuentas por cobrar	24%	19%	17%	19%	21%	20%	22%	18%	17%	16%
Inventarios	18%	19%	23%	24%	27%	25%	21%	19%	21%	21%
Otras activos corrientes	4%	4%	3%	4%	2%	2%	2%	3%	2%	2%
<b>Total activo corriente</b>	<b>46%</b>	<b>42%</b>	<b>43%</b>	<b>47%</b>	<b>50%</b>	<b>48%</b>	<b>45%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>	<b>39%</b>
<b>Activo no corriente</b>										
Propiedades, planta y equipo	42%	48%	48%	48%	45%	46%	48%	48%	46%	45%
Otros activos no corrientes	11%	10%	9%	5%	5%	6%	6%	6%	8%	9%
<b>Total Activo no corriente</b>	<b>54%</b>	<b>58%</b>	<b>57%</b>	<b>53%</b>	<b>50%</b>	<b>52%</b>	<b>55%</b>	<b>61%</b>	<b>60%</b>	<b>61%</b>
<b>Total activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>										
Pasivos financieros	3%	6%	5%	4%	6%	3%	6%	3%	8%	3%
Cuentas por pagar comerciales	13%	11%	9%	12%	12%	14%	7%	9%	12%	9%
Cuentas por pagar relacionadas	0%	0%	3%	5%	3%	2%	3%	2%	2%	2%
Cuentas por pagar	13%	11%	12%	16%	14%	16%	10%	11%	14%	11%
Otros pasivos corriente	5%	6%	9%	7%	6%	7%	9%	10%	9%	10%
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>31%</b>	<b>25%</b>
<b>Pasivo no corriente</b>										
Préstamos financieros	16%	14%	13%	12%	16%	20%	20%	22%	19%	25%
Otros pasivos no corriente	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>20%</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>	<b>19%</b>	<b>23%</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>	<b>22%</b>	<b>28%</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>41%</b>	<b>41%</b>	<b>43%</b>	<b>43%</b>	<b>46%</b>	<b>50%</b>	<b>49%</b>	<b>49%</b>	<b>53%</b>	<b>53%</b>
<b>Total patrimonio</b>	<b>59%</b>	<b>59%</b>	<b>57%</b>	<b>57%</b>	<b>54%</b>	<b>50%</b>	<b>51%</b>	<b>51%</b>	<b>47%</b>	<b>47%</b>
<b>Total pasivo y patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2010 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

Tabla C

Análisis vertical del estado de resultados de Gloria del 2010 a 2019

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Ventas netas</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Costo de ventas (exc. depreciación)	-74%	-76%	-73%	-72%	-75%	-76%	-73%	-70%	-78%	-79%
<b>Resultado bruto</b>	<b>26%</b>	<b>24%</b>	<b>27%</b>	<b>28%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>27%</b>	<b>30%</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>
Gastos administrativos (exc. depreciación)	-4%	-4%	-4%	-5%	-4%	-4%	-4%	-4%	-3%	-4%
Gastos venta y distribución (exc. depreciación)	-8%	-7%	-8%	-8%	-9%	-9%	-11%	-14%	-8%	-8%
Otros ingresos (gastos) operativos	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>EBITDA</b>	<b>15.1%</b>	<b>13.5%</b>	<b>14.8%</b>	<b>15.9%</b>	<b>13.4%</b>	<b>12.5%</b>	<b>13.3%</b>	<b>12.3%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.4%</b>
Depreciación y amortización	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%
<b>EBIT (Resultado operativo)</b>	<b>13.0%</b>	<b>11.6%</b>	<b>12.7%</b>	<b>13.8%</b>	<b>11.4%</b>	<b>10.6%</b>	<b>11.1%</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.1%</b>	<b>7.5%</b>
Dividendos recibidos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ingresos financieros	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
Costos financieros	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%	-1%	-1%
Diferencia neta por diferencia de cambio	0%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>13.7%</b>	<b>11.1%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.1%</b>	<b>10.4%</b>	<b>8.9%</b>	<b>9.4%</b>	<b>8.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.3%</b>
Impuesto a las ganancias	-4%	-3%	-4%	-4%	-3%	-3%	-3%	-3%	-2%	-2%
<b>Resultado neto</b>	<b>9.9%</b>	<b>7.6%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.3%</b>	<b>7.3%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.0%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.3%</b>

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2010 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

Tabla D

Análisis horizontal de la situación financiera de Gloria del 2010 a 2019

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Activo corriente</b>									
Cuentas por cobrar	-16%	-5%	19%	20%	6%	9%	-16%	-5%	-2%
Inventarios	4%	34%	8%	25%	5%	-18%	-10%	17%	-1%
Otros activos corrientes	1%	-30%	35%	-45%	54%	-28%	45%	-33%	7%
<b>Total activo corriente</b>	<b>-6%</b>	<b>10%</b>	<b>14%</b>	<b>18%</b>	<b>7%</b>	<b>-7%</b>	<b>-11%</b>	<b>4%</b>	<b>-1%</b>
<b>Activo no corriente</b>									
Propiedades, planta y equipo	16%	7%	6%	4%	15%	1%	5%	-2%	-3%
Otros activos no corrientes	-9%	-2%	-43%	19%	27%	24%	70%	14%	12%
<b>Total Activo no corriente</b>	<b>11%</b>	<b>6%</b>	<b>-2%</b>	<b>6%</b>	<b>16%</b>	<b>4%</b>	<b>14%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>
<b>Total activo</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>-2%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>0%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>									
Pasivos financieros	97%	3%	-23%	73%	-39%	83%	-59%	207%	-56%
Cuentas por pagar comerciales	-9%	16%	44%	-3%	26%	-41%	19%	27%	-22%
Cuentas por pagar relacionadas	#####	#####	-10%	-10%	-20%	67%	49%	37%	-24%
Cuentas por pagar	14%	17%	14%	15%	37%	9%	-13%	11%	6%
Otros pasivos corriente	17%	51%	-15%	-4%	29%	33%	7%	-6%	13%
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>12%</b>	<b>22%</b>	<b>11%</b>	<b>8%</b>	<b>12%</b>	<b>-6%</b>	<b>-5%</b>	<b>33%</b>	<b>-20%</b>
<b>Pasivo no corriente</b>									
Préstamos financieros	-6%	-3%	2%	48%	38%	-1%	11%	-12%	29%
Otros pasivos no corriente	1%	0%	0%	-11%	7%	8%	-5%	3%	11%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>-5%</b>	<b>-3%</b>	<b>1%</b>	<b>35%</b>	<b>33%</b>	<b>0%</b>	<b>9%</b>	<b>-10%</b>	<b>26%</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>4%</b>	<b>11%</b>	<b>7%</b>	<b>18%</b>	<b>21%</b>	<b>-3%</b>	<b>2%</b>	<b>11%</b>	<b>-1%</b>
<b>Total patrimonio</b>	<b>2%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>0%</b>	<b>4%</b>	<b>-6%</b>	<b>0%</b>
<b>Total pasivo y patrimonio</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>-2%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>0%</b>

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2010 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

Tabla E

Análisis horizontal del estado de resultados de Gloria del 2010 a 2019

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Ventas netas</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Costo de ventas (exc. depreciación)	-74%	-76%	-73%	-72%	-75%	-76%	-73%	-70%	-78%	-79%
<b>Resultado bruto</b>	<b>26%</b>	<b>24%</b>	<b>27%</b>	<b>28%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>27%</b>	<b>30%</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>
Gastos administrativos (exc. depreciación)	-4%	-4%	-4%	-5%	-4%	-4%	-4%	-4%	-3%	-4%
Gastos venta y distribución (exc. depreciación)	-8%	-7%	-8%	-8%	-9%	-9%	-11%	-14%	-8%	-8%
Otros ingresos (gastos) operativos	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>EBITDA</b>	<b>15.1%</b>	<b>13.5%</b>	<b>14.8%</b>	<b>15.9%</b>	<b>13.4%</b>	<b>12.5%</b>	<b>13.3%</b>	<b>12.3%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.4%</b>
Depreciación y amortización	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%
<b>EBIT (Resultado operativo)</b>	<b>13.0%</b>	<b>11.6%</b>	<b>12.7%</b>	<b>13.8%</b>	<b>11.4%</b>	<b>10.6%</b>	<b>11.1%</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.1%</b>	<b>7.5%</b>
Dividendos recibidos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ingresos financieros	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
Costos financieros	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%	-1%	-1%
Diferencia neta por diferencia de cambio	0%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>13.7%</b>	<b>11.1%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.1%</b>	<b>10.4%</b>	<b>8.9%</b>	<b>9.4%</b>	<b>8.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.3%</b>
Impuesto a las ganancias	-4%	-3%	-4%	-4%	-3%	-3%	-3%	-3%	-2%	-2%
<b>Resultado neto</b>	<b>9.9%</b>	<b>7.6%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.3%</b>	<b>7.3%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.0%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.3%</b>

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2010 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

## **Anexo 16. Capacidad instalada versus capacidad utilizada de las líneas de producción**

### **Leche UHT / Jugos / Yomost / Yogurello**

Millones de litros de leche	2014	2015	2016	2017	2018
Capacidad instalada	236	236	240	240	240
Capacidad utilizada	122	133	158	124	150

### **Yogurt / Refrescos**

Millones de litros de leche	2014	2015	2016	2017	2018
Capacidad instalada	300	300	300	300	300
Capacidad utilizada	147	200	212	145	160

Fuente: Clasificación de Riesgo de Leche Gloria S.A., por Class & Asociados S.A. del 2014 al 2018.

## Anexo 17. Análisis de las deudas

El vencimiento de los pagarés es marzo del 2021, teniendo una concentración del vencimiento del 84% de la deuda en los años 2020 y 2021. A continuación, se muestra el saldo de la deuda bancaria por entidad financiera:

**Tabla A**

### *Pagarés por entidad financiera*

Entidad financiera	2015	2016	2017	2018	2019
Banco de Crédito del Perú S.A.	51,333	145,667	120,000	200,000	191,000
BBVA Continental S.A.	45,749	75,158	-	-	200,000
Scotiabank Perú S.A.A.	16,000	8,000	100,000	185,000	189,000
<b>Total</b>	<b>113,082</b>	<b>228,825</b>	<b>220,000</b>	<b>385,000</b>	<b>580,000</b>

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2016 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

**Tabla B**

### *Tasa de vencimiento de pagarés*

Entidad financiera	Tasa de interés	Vencimiento	Número de pagarés	Total
Banco de Crédito del Perú S.A.	Entre 2.58 y 3.79	En marzo 2021	1	191,000
BBVA Continental S.A.	2.98	En marzo 2021	1	200,000
Scotiabank Perú S.A.A.	Entre 3.00 y 3.75	En marzo 2021	1	189,000
<b>Total</b>			<b>3</b>	<b>580,000</b>

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2016 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

En abril del 2014 la Junta General de Accionistas de Leche Gloria S.A. aprobó el primer programa de bonos corporativos inscrito en la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) hasta por US\$250 millones o su equivalente en moneda nacional. El íntegro de las emisiones fueron realizadas en soles. El fin de los fondos obtenidos de este programa fue cancelar deudas de bienes de capital y de capital de trabajo. La calificación de riesgo de los bonos en el 2019 fue AAA. Los bonos se encuentran respaldados con el patrimonio de la empresa, por no presentar una garantía específica sobre activos o derechos de emisor.

## Tabla C

### *Bonos*

Valor	Moneda	Cupón	Fecha de emisión	Fecha vencimiento	Amortización	Saldo en circulación
GLOR1BC2A	Soles	6.09%	26/09/2014	26/09/2021	Semestral	120,000
GLOR1BC3A	Soles	5.56%	5/02/2015	5/02/2020	Semestral	35,000
GLOR1BC4A	Soles	7.12%	5/02/2015	5/02/2035	Semestral	150,000
GLOR1BC5A	Soles	6.65%	25/06/2015	25/06/2020	Semestral	30,604
Total						335,604

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2018 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.



Anexo 18. Supuestos de proyección

Variable	Supuestos
Ventas	Las ventas han sido proyectadas bajo la siguiente composición: a. Ingresos de leche evaporada (I <sub>1</sub> ): litros de leche vendida en tn (Q <sub>1</sub> ) y precio por litro (P <sub>1</sub> ) b. Ingresos de leche pasteurizada (I <sub>2</sub> ): litros de leche vendida en tn (Q <sub>2</sub> ) y precio por litro (P <sub>2</sub> ) c. Ingresos de otros productos (I <sub>3</sub> ). El volumen de venta Q <sub>1</sub> y Q <sub>2</sub> continuará creciendo en el largo plazo, esto con base a lo revisado en los análisis PESTEL, FODA y Principales estrategias relevadas, donde se describe que deberán diversificar productos para el sector <i>light</i> y no lácteo, incrementar las exportaciones y recuperar participación de mercado en todos sus productos, sustentado en la tendencia del mayor consumo de leche <i>per cápita</i> , en mejorar la comunicación de la calidad y beneficios de los productos y mejorar la imagen reputacional de la empresa. Para el caso de los precios P <sub>1</sub> y P <sub>2</sub> se considera que crecerá al ritmo de la inflación, como ha ocurrido en los últimos 10 años.
Costo de ventas	Si se aprecia el anexo 15, el ratio "Costo de ventas (sin depreciación) / Ventas" se ha visto incrementado en los años 2018 y 2019, siendo el motivo principal el rubro <i>Otros gastos de fabricación</i> que se ha visto incrementado en 64% en comparación con años anteriores. Los niveles actuales de <i>Otros gastos de fabricación</i> consideramos que se mantendrán sustentado en que se mejorará continuamente los procesos productivos como se indicó en la tabla 8 de Principales estrategias encontradas. En los demás rubros se asume que seguirán proporcionales a las ventas, con base a lo revisado en el análisis PESTEL y análisis FODA, donde se indica que si bien existe riesgo de tipo de cambio y alza de precios internacional para la materia prima que se exporta, se puede optar por coberturas para minimizar el impacto, además de mantener un alto poder de negociación con los proveedores nacionales como se indica en la tabla 8 mencionada.
Gasto de ventas	Si se revisa el anexo 15, el ratio “Gasto de venta (sin depreciación”) / Ventas" se incrementó en el 2017, año de la sanción de Indecopi al producto Pura Vida. Como se indicó anteriormente, se debe invertir en mejorar la comunicación de la calidad y beneficios de los productos, así como mejorar la imagen reputacional de la empresa, por lo que se considera que el gasto de venta debe ser un promedio los últimos cinco años, incluyendo el año 2017 donde hubo un gasto importante en este rubro.
Gasto de administración	De igual forma, si se aprecia el anexo 15, el ratio "Gasto de Administración (sin depreciación”) / Ventas" se incrementó en el 2017, debido a los esfuerzos por minimizar el impacto reputacional de la sanción por Pura Vida. Se considera importante mantener el promedio histórico de los cinco últimos años, desde 2015 hasta 2019.
Gastos financieros	Los gastos financieros fueron proyectados con base en los gastos por intereses de los pagarés vigentes y las emisiones de bonos vigentes y además los supuestos de nuevas deudas. Además, se incluye la proyección de la deuda tributaria, los intereses de préstamos con relacionadas, los cuales se consideran constantes para los 10 años de la proyección.
Gasto por impuesto a la ganancia	El gasto por impuesto a la ganancia se proyecta utilizando una media móvil de los últimos tres años, de esta forma el gasto se mantiene entre 32.14% y 32.46% para los años que van desde 2020 al 2029.
Cuentas por cobrar comerciales	Se estiman tomando un periodo promedio de pago histórico por cada componente de los activos corrientes los cuales son las cuentas por cobrar comerciales, las cuentas por cobrar a relacionadas y otras cuentas por cobrar, tomando 34, 20 y 4 días promedio, respectivamente.
Cuentas por pagar comerciales	Se estiman tomando un periodo promedio de pago histórico por cada componente de estos pasivos los cuales son las cuentas por pagar comerciales, otras cuentas por pagar y cuentas por pagar a relacionadas, tomando 54, 43 y 14 días promedio, respectivamente.
Existencias	Se toma el promedio del periodo de días de inventario de los últimos tres años, que es 93 días.
CAPEX	Para implementar la estrategia de ventaja competitiva de la empresa en liderazgo en costos, Leche Gloria S.A. realizó inversiones principalmente destinadas a la ampliación de líneas de producción de elaboración y envasado de los diferentes productos que producen con la finalidad de mejorar el proceso productivo. En consecuencia, con la finalidad de mantener la estrategia de liderazgo en costo se establece que la compañía seguirá realizando inversiones en mejora de procesos productivos e inversiones en ampliación de líneas de producción y supondrá como ratio de las ventas / inversión de los años previos para la proyección del capex, siendo esta ratio de 3.4%. Asimismo, se toma en cuenta que la capacidad utilizada de todas sus líneas en promedio fue de 57%. La proyección de capex se encuentra en el anexo 20. Proyección de inversiones.
Posicionamiento en mercado lácteo	El posicionamiento de Gloria en el mercado lácteo es de 81%, de acuerdo a la historia (se tomó un supuesto de 80.4% para la estimación).
Obligaciones financieras y otras	Se está considerando las emisiones de bonos y pagares ya existentes, además, se están incluyendo nuevas emisiones de bonos para los años 2020, 2021y 2024 a un plazo de 10 años cada uno y a una tasa de 6.55%, la cual es la tasa promedio del segundo programa de emisión de deuda. Para los pagarés se está considerando nueve nuevos pagares con un plazo de un año a una tasa de 3.60%, esta tasa fue obtenida de la SBS como la tasa activa promedio para corporativos al 31 de diciembre del 2019.
Dividendos	Se considera un <i>payout ratio</i> de 0.97, el cual fue calculado tomando el promedio de los <i>payout ratio</i> de los últimos cinco años (2015-2019).
Prima de valor	Debido a que existen dos tipos de acciones para el caso de Leche Gloria S.A., se utilizó la metodología de la prima de valor para determinar la relación de acciones de inversión y acciones comunes. Se ha calculado la prima de valor tomando los precios históricos promedio de los últimos cinco años (2015, 2016, 2017, 2018 y 2019) de empresas de alimentos y bebidas que cuentan con acciones de inversión y comunes inscritas en la BVL, como son Cervecería San Juan S.A.A y Alicorp S.A. La prima de valor obtenida fue de 1.15 veces el precio de las acciones comunes sobre las acciones de inversión.

Nota: Elaboración propia, 2021.

## Anexo 19. Proyección de ventas

Asumiremos que la producción nacional histórica multiplicándolo por la participación de mercado de Leche Gloria histórica es una buena aproximación para  $Q_1$  y  $Q_2$ . Como se conoce  $I_1$  y  $I_2$  histórico, se obtendrá  $P_1$  y  $P_2$  histórico.

**Tabla A**

### *Producción nacional histórica de leche*

Año	Producción nacional (toneladas)		Participación de mercado Leche Gloria		Cantidad vendida (toneladas)		Precio S/ por litro vendido	
	Evaporada	Pasteurizada	Evaporada	Pasteurizada	Evaporada	Pasteurizada	Evaporada	Pasteurizada
2004	272,672	39,319	80%	64%	217,047	25,282	3.9	2.1
2005	308,408	56,801	81%	62%	250,427	35,160	4.0	2.3
2006	331,201	61,683	83%	66%	275,559	40,649	4.1	2.6
2007	348,798	55,720	83%	73%	290,898	40,397	4.3	2.9
2008	379,491	66,970	82%	73%	311,562	48,687	4.3	2.9
2009	375,731	99,568	82%	75%	308,475	74,178	4.1	2.1
2010	363,317	108,532	83%	66%	302,280	71,197	4.6	2.7
2011	406,241	124,684	83%	78%	336,774	97,004	4.6	2.1
2012	419,953	126,184	82%	78%	346,041	98,928	5.0	2.4
2013	438,230	130,766	82%	76%	358,472	99,252	5.2	2.4
2014	461,979	131,336	85%	77%	392,682	101,129	5.1	2.6
2015	470,202	131,195	85%	77%	398,731	100,758	5.1	3.3
2016	495,937	144,592	79%	71%	393,774	102,516	5.1	3.3
2017	457,946	155,723	75%	68%	344,833	106,359	5.7	3.2
2018	438,721	168,649	81%	69%	356,680	115,525	5.8	3.0
2019	455,038	162,674	80%	68%	364,941	109,968	5.3	3.3

Fuente: Memoria Anual de Leche Gloria S. A. del 2004 al 2019. Elaboración propia.

Para proyectar  $Q_1$  y  $Q_2$  se correlacionaron con variables económicas y demográficas, obteniendo una correlación fuerte con el PBI a precios constantes 2007. Se incorporó una variable dicotómica *Evento* en la regresión, que tendrá el valor de 1 cuando ocurrió algún evento externo que afectó el dinamismo del país. Se obtuvieron las siguientes regresiones:

**Tabla B****Regresiones****Regresión de Q1 con PBI contraste y Evento**

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.899
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0.808
R <sup>2</sup> ajustado	0.778
Error típico	24,642
Observaciones	16

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	125,744	28,178	4.462	0.001
PBI_Constante	0.497	0.067	7.392	0.000
Evento	-14,594	18,710	-0.780	0.449

**Regresión de Q2 con PBI contraste y Evento**

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.957
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0.917
R <sup>2</sup> ajustado	0.904
Error típico	9,623
Observaciones	16

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	-49,045	11,004	-4.457	0.001
PBI_Constante	0.311	0.026	11.837	0.000
Evento	4,553	7,306	0.623	0.544

Nota: Elaboración propia, 2021.

Para las proyecciones:

- **Q1 y Q2, que depende del PBI y del evento**
  - Para el 2020 y 2021 se han tomado las proyecciones del PBI del Reporte de Inflación del Banco Central de Reserva publicado en Setiembre 2020.
  - Del 2022 hacia adelante se tomará un crecimiento de 2% acorde con el crecimiento del PBI de largo plazo, sustentado en los capítulos 1.7, capítulo 2.2 y capítulo 4.5, donde se propone un incremento de los gastos en marketing que permitirá mantener el liderato, recuperar la participación de mercado y diversificar productos lácteos en el sector *light*.
  - Se considera que los efectos de la pandemia del COVID-19 se mantendrá como un evento adverso en los años 2020 y 2021.
- Las proyecciones de P1 y P2 se incrementarán en 2% debido a la inflación.
- Las proyecciones de ingresos de otros productos se hicieron sobre la base del CAGR del 2010 al 2019, que fue de 4.8%, sustentado en el incremento de gastos de marketing que permitirá impulsar la diversificación de productos no lácteos.

De esta forma, se tendrá la siguiente proyección de ventas:

**Tabla C**

**Proyección de ventas**

Año	% Crecimiento PBI	PBI Precio constante	Evento	Leche evaporada			Leche pasteurizada			Otros productos I <sub>3</sub>	Total de ingresos	% Crecimiento de ingresos
				I <sub>1</sub>	P <sub>1</sub>	Q <sub>1</sub>	I <sub>2</sub>	P <sub>2</sub>	Q <sub>2</sub>			
2004	5	257770	0	837,325	3.9	217,047	52,922	2.1	25,282	264,035	1,154,283	
2005	6.3	273971	0	999,914	4.0	250,427	81,777	2.3	35,160	227,283	1,308,974	13.4%
2006	7.5	294598	0	1,138,771	4.1	275,559	105,049	2.6	40,649	267,629	1,511,449	15.5%
2007	8.5	319693	0	1,248,117	4.3	290,898	115,997	2.9	40,397	446,304	1,810,418	19.8%
2008	9.1	348870	0	1,346,483	4.3	311,562	140,730	2.9	48,687	560,526	2,047,739	13.1%
2009	1.1	352693	1	1,276,752	4.1	308,475	155,071	2.1	74,178	574,342	2,006,165	-2.0%
2010	8.3	382081	0	1,398,496	4.6	302,280	189,703	2.7	71,197	702,182	2,290,381	14.2%
2011	6.3	406256	0	1,562,078	4.6	336,774	207,111	2.1	97,004	797,223	2,566,412	12.1%
2012	6.1	431199	0	1,717,911	5.0	346,041	233,616	2.4	98,928	855,164	2,806,691	9.4%
2013	5.9	456435	0	1,867,826	5.2	358,472	238,037	2.4	99,252	931,072	3,036,935	8.2%
2014	2.4	467308	0	2,016,972	5.1	392,682	262,730	2.6	101,129	1,067,743	3,347,445	10.2%
2015	3.3	482506	0	2,021,544	5.1	398,731	327,771	3.3	100,758	1,170,447	3,519,762	5.1%
2016	4	501581	0	1,990,111	5.1	393,774	334,873	3.3	102,516	1,209,549	3,534,533	0.4%
2017	2.5	514215	1	1,967,987	5.7	344,833	342,985	3.2	106,359	1,042,779	3,353,751	-5.1%
2018	4	534665	0	2,068,815	5.8	356,680	348,306	3.0	115,525	1,089,935	3,507,056	4.6%
2019	2.2	546161	0	1,946,442	5.3	364,941	361,206	3.3	109,968	1,117,660	3,425,308	-2.3%
2020*	-12.7	476798.553	1	1,894,318	5.4	348,204	347,579	3.4	103,744	1,170,835	3,412,732	-0.4%
2021*	11	529246.3938	1	2,076,901	5.5	374,280	410,254	3.4	120,050	1,226,540	3,713,695	8.8%
2022	2	539831.3217	0	2,230,827	5.7	394,136	414,058	3.5	118,788	1,284,895	3,929,780	5.8%
2023	2	550627.9481	0	2,306,433	5.8	399,504	434,273	3.6	122,144	1,346,027	4,086,734	4.0%
2024	2	561640.5071	0	2,384,804	5.9	404,979	455,375	3.6	125,568	1,410,067	4,250,246	4.0%
2025	2	572873.3172	0	2,466,044	6.0	410,564	477,401	3.7	129,060	1,477,154	4,420,599	4.0%
2026	2	584330.7836	0	2,550,265	6.1	416,260	500,389	3.8	132,622	1,547,433	4,598,086	4.0%
2027	2	596017.3993	0	2,637,580	6.2	422,071	524,379	3.8	136,256	1,621,055	4,783,014	4.0%
2028	2	607937.7472	0	2,728,108	6.4	427,997	549,415	3.9	139,962	1,698,180	4,975,703	4.0%
2029	2	620096.5022	0	2,821,973	6.5	434,042	575,539	4.0	143,742	1,778,975	5,176,486	4.0%

\*Información obtenida de INE, s.f.

Nota: Elaboración propia, 2021.

## Anexo 20. Proyección de inversiones

Las inversiones de Leche Gloria S.A. están destinadas a la ampliación de líneas de producción de elaboración y envasado de los diferentes productos que producen, teniendo en cuenta la estrategia de ventaja competitiva de liderazgo en costos; asimismo, se efectúan mejoras en las instalaciones, compras de máquinas y equipos para la implementación de plantas. Asimismo, la inversión por intangibles está relacionada a mejoras en los sistemas de producción y distribución. Se presenta la inversión por adiciones de activo fijo e intangibles de Leche Gloria S.A. de los años 2015 al 2019 en la siguiente tabla:

**Tabla A**

### *Adiciones activo fijo e intangibles (en miles de soles)*

<b>Adiciones activo fijo (en miles de soles)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Edificios	33,634	19,788	3,416	6,731	1,193
Maquinaria y equipo	144,311	68,865	70,618	57,819	8,130
Muebles y enseres	567	76	26,075	1,416	
<b>Total</b>	<b>178,512</b>	<b>88,729</b>	<b>100,109</b>	<b>65,966</b>	<b>9,323</b>
<b>Adiciones intangibles (en miles de soles)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Inversión en intangibles	8,800	8,880	2,461	3,951	11,476

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S. A. del 2016 al 2019 (elaborado por EY). Elaboración propia.

Para determinar el crecimiento de proyección en CAPEX, se tomó en cuenta la proporción que representa las inversiones sobre las ventas; seguidamente, se calculó el promedio de la inversión (como porcentaje de ventas) de los años 2014, 2015, 2016, 2018 y 2019 (excluyendo picos de inversión y replicando el valor del 2014 para el 2015), obteniendo como resultado 3.4% para elaborar las proyecciones de inversiones.

**Tabla C*****Proyecciones de inversiones***

En millones de soles	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas (a)	3,347,445	3,519,762	3,534,533	3,431,395	3,507,055	3,425,308
CAPEX (b)	162,699	290,565	146,531	338,869	59,512	43,080
<b>Inversión (como porcentaje de ventas) (b/a)</b>	4.9%	8.3%	4.1%	9.9%	1.7%	1.3%

Nota: Elaboración propia, 2021.

Asimismo, para la proyección de inversión se realizó el análisis histórico de la composición de las adiciones en inversión de activos fijos e intangibles de los años 2015 al 2019, se presenta la composición de cada partida en porcentaje:

**Tabla D*****Inversiones nuevas promedio del 2015 al 2019***

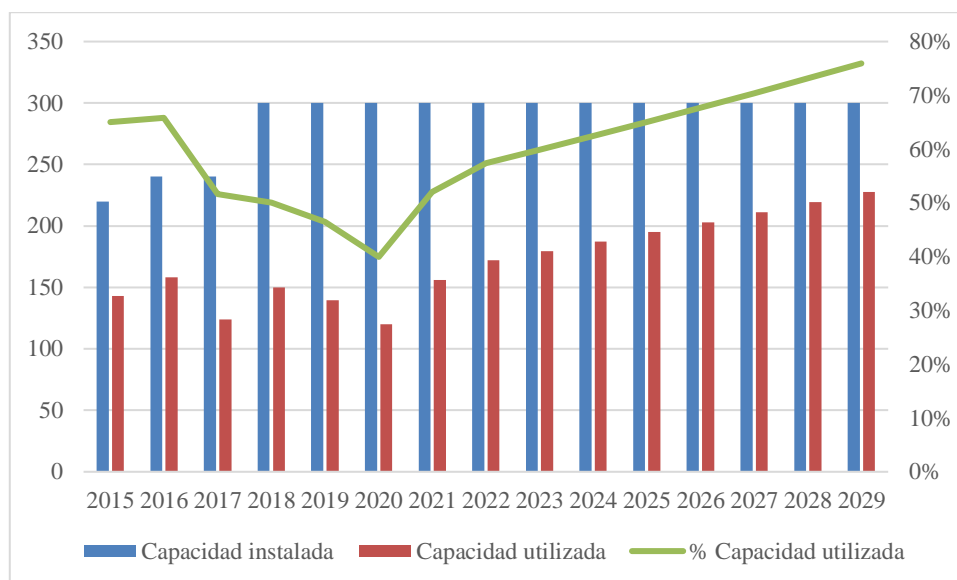
Inversiones nuevas promedio del 2015 al 2019	%
<b>CAPEX AF</b>	91.4%
-Edificios	13.5%
-Maquinaria y equipo	80.8%
-Muebles y enseres	5.7%
<b>CAPEX Intangibles</b>	8.6%

Nota: Elaboración propia, 2021.

Con relación al análisis de capacidad instalada, se toma en cuenta que la capacidad utilizada de todas sus líneas de producción de leche de los años 2015 al 2019 en promedio fue de 56%, asimismo, se con la proyección de ventas, la capacidad instalada alcanza el 76%, sin embargo, se tomará en cuenta las inversiones constantes por parte de la empresa en mejorar los procesos productivos para contar procesos eficientes y economías de escala, con la finalidad de seguir la estrategia de liderazgo en costo.

**Tabla E**

***Capacidad utilizada línea de producción de leche***



Nota: Elaboración propia, 2021.

Finalmente, la proyección de la inversión por activos fijos e intangibles se relaciona principalmente, se presenta a continuación:

**Tabla F*****Proyección de la inversión por activos fijos e intangibles***

<b>En miles de soles</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>
Edificios	14,197	15,449	16,348	17,001	17,681	18,390	19,128	19,897	20,699	21,534
Maquinarias y equipos	84,869	92,354	97,728	101,631	105,697	109,934	114,347	118,946	123,738	128,731
Muebles y enseres	6,010	6,540	6,920	7,196	7,484	7,784	8,097	8,423	8,762	9,115
<b>Total CAPEX proyección AF</b>	<b>105,076</b>	<b>114,342</b>	<b>120,996</b>	<b>125,828</b>	<b>130,862</b>	<b>136,108</b>	<b>141,572</b>	<b>147,266</b>	<b>153,199</b>	<b>159,381</b>
<b>Total CAPEX proyección Intangibles</b>	<b>9,910</b>	<b>10,784</b>	<b>11,412</b>	<b>11,867</b>	<b>12,342</b>	<b>12,837</b>	<b>13,352</b>	<b>13,889</b>	<b>14,449</b>	<b>15,032</b>

Nota: Elaboración propia, 2021.



Anexo 21. Estados financieros proyectados

Tabla A

Estado de resultados proyectado del 2020 al 2029

En miles de S/	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ventas Netas	3,412,732	3,713,695	3,929,780	4,086,734	4,250,246	4,420,599	4,598,086	4,783,014	4,975,703	5,176,486
Coste de Ventas (exc. depreciación)	-2,611,464	-2,889,679	-3,054,495	-3,161,218	-3,299,487	-3,429,066	-3,564,342	-3,710,321	-3,858,840	-4,014,269
Resultado bruto	801,268	824,017	875,285	925,516	950,759	991,533	1,033,744	1,072,693	1,116,863	1,162,217
Gastos administrativos (exc. depreciación)	-126,560	-137,721	-145,734	-151,555	-157,619	-163,936	-170,518	-177,376	-184,522	-191,968
Gastos venta y distribución (exc. depreciación)	-310,178	-337,532	-357,171	-371,437	-386,298	-401,781	-417,913	-434,721	-452,234	-470,483
Otros ingresos (gastos) operativos	28,613	28,613	28,613	28,613	28,613	28,613	28,613	28,613	28,613	28,613
EBITDA	393,143	377,377	400,992	431,137	435,455	454,428	473,926	489,209	508,720	528,379
Depreciación y Amortización	-101,015	-107,060	-113,456	-120,109	-127,027	-134,223	-141,707	-149,493	-157,592	-166,018
EBIT (Resultado operativo)	292,129	270,317	287,535	311,028	308,429	320,205	332,219	339,716	351,128	362,361
Dividendos recibidos										
Ingresos financieros	7,869	7,869	7,869	7,869	7,869	7,869	7,869	7,869	7,869	7,869
Costos financieros	-24,851	-19,240	-35,737	-52,648	-56,111	-59,932	-60,479	-61,050	-61,552	-52,866
Diferencia neta por difer. de cambio	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201
Resultado antes de impuestos	274,946	258,745	259,467	266,049	259,985	267,941	279,408	286,334	297,244	317,162
Impuesto a las ganancias	-88,922	-83,992	-83,403	-85,975	-83,993	-86,426	-90,228	-92,443	-95,944	-102,397
Resultado Neto	186,024	174,753	176,063	180,073	175,991	181,515	189,179	193,890	201,300	214,766
- Pérdida neta de op. Discontinuas										
Resultado Neto	186,024	174,753	176,063	180,073	175,991	181,515	189,179	193,890	201,300	214,766

Nota: Elaboración propia, 2021.

Tabla B

Estado de situación financiera proyectado del 2020 al 2029

En Miles de S/.	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Activo corriente											
Efectivo y equivalentes	49,226	46,424	82,830	54,122	38,115	104,277	84,437	65,054	44,845	26,010	2,651
Cuentas por cobrar comerciales	300,090	318,357	346,433	366,590	381,231	396,485	412,376	428,933	446,184	464,159	482,889
Cuentas por cobrar a relacionadas	198,984	189,180	205,864	217,842	226,543	235,607	245,050	254,889	265,140	275,822	286,952
Otras cuentas por cobrar	34,337	39,133	42,584	45,062	46,862	48,737	50,690	52,725	54,846	57,055	59,358
Inventarios neto	690,527	663,076	733,718	775,566	802,664	837,772	870,674	905,021	942,087	979,797	1,019,262
Gastos pagados por anticipado	8,326	6,301	6,301	6,301	6,301	6,301	6,301	6,301	6,301	6,301	6,301
Total activo corriente	1,281,490	1,262,471	1,417,729	1,465,483	1,501,716	1,629,177	1,669,527	1,712,923	1,759,402	1,809,144	1,857,413
Activo no corriente											
Cuentas por cobrar relacionadas	151,330	105,498	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras cuentas por cobrar	193	80	33	14	6	2	1	0	0	0	0
Inversiones en subsidiarias	113,279	113,279	113,279	113,279	113,279	113,279	113,279	113,279	113,279	113,279	113,279
Propiedades de inversión	196,764	193,491	190,218	186,945	183,672	180,399	177,126	173,853	170,580	167,307	164,034
Propiedades, planta y equipo	1,472,382	1,479,650	1,490,690	1,502,568	1,513,232	1,522,641	1,530,755	1,537,529	1,542,920	1,546,881	1,549,365
Activos por derecho de uso	20,948	12,889	4,830	-3,229	-4,552	-4,552	-4,552	-4,552	-4,552	-4,552	-4,552
Intangibles	23,088	29,791	36,817	43,890	50,812	57,580	64,189	70,631	76,902	82,996	88,906
Activo no corriente	1,977,984	1,934,678	1,835,868	1,843,467	1,856,449	1,869,350	1,880,797	1,890,740	1,899,129	1,905,912	1,911,033
Total activo	3,259,474	3,197,149	3,253,597	3,308,949	3,358,165	3,498,528	3,550,324	3,603,664	3,658,532	3,715,055	3,768,445
Pasivo Corriente											
Pasivos financieros	110,604	655,000	150,000	160,000	175,000	180,000	195,000	210,000	225,000	240,000	250,000
Cuentas por pagar comerciales	284,713	313,971	341,660	361,540	375,979	391,023	406,695	423,024	440,037	457,765	476,237
Cuentas por pagar relacionadas	77,529	81,906	89,129	94,315	98,082	102,006	106,094	110,354	114,792	119,417	124,236
Otras cuentas por pagar	329,773	252,542	274,813	290,804	302,418	314,518	327,124	340,258	353,943	368,202	383,060
Total pasivo corriente	802,619	1,303,419	855,602	906,658	951,479	987,547	1,034,914	1,083,636	1,133,773	1,185,384	1,233,532
Pasivo no corriente											
Préstamos financieros	805,000	250,000	750,000	750,000	750,000	850,000	850,000	850,000	850,000	850,000	850,000
Cuentas por pagar comerciales											
Otros pasivos a largo plazo	106,352	93,687	93,687	93,687	93,687	93,687	93,687	93,687	93,687	93,687	93,687
Pasivo no corriente	911,352	343,687	843,687	843,687	843,687	943,687	943,687	943,687	943,687	943,687	943,687
Total pasivo	1,713,971	1,647,106	1,699,289	1,750,345	1,795,166	1,931,234	1,978,601	2,027,323	2,077,460	2,129,071	2,177,219
Patrimonio											
Capital social	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502
Acciones de inversión	39,020	39,020	39,020	39,020	39,020	39,020	39,020	39,020	39,020	39,020	39,020
Otras reservas de capital	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500
Resultados acumulados	1,047,481	1,052,021	1,056,286	1,060,582	1,064,977	1,069,272	1,073,702	1,078,318	1,083,050	1,087,963	1,093,204
Total patrimonio	1,545,503	1,550,043	1,554,308	1,558,604	1,562,999	1,567,294	1,571,724	1,576,340	1,581,072	1,585,985	1,591,226
Total pasivo y patrimonio	3,259,474	3,197,149	3,253,597	3,308,949	3,358,165	3,498,528	3,550,324	3,603,664	3,658,532	3,715,055	3,768,445

Nota: Elaboración propia, 2021.

Tabla C

Estado de flujo efectivo proyectado del 2020 al 2029

En Miles de S/ 12 meses fin	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Efectivo de actividades operacionales										
+ Ben neto	186,024	174,753	176,063	180,073	175,991	181,515	189,179	193,890	201,300	214,766
+ Depreciación + amortización	112,347	118,392	124,788	124,705	130,300	137,496	144,980	152,766	160,865	169,291
+ Otros ajustes de elementos no líquidos	-12,665	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Cambios en capital no en efectivo (var NOF)	-27,379	-61,668	-35,406	-22,418	-30,233	-27,823	-29,056	-31,552	-31,965	-33,479
+ Otros del Activo y Pasivo	45,945	105,544	20	8	3	1	1	0	0	0
Efectivo de operaciones	304,271	337,020	265,465	282,367	276,062	291,190	305,104	315,104	330,200	350,578
Flujos de caja de inversión										
+ Despojo de activos fijos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Gastos de capital (capex material e inmaterial)	-114,986	-125,126	-132,407	-137,695	-143,204	-148,944	-154,924	-161,155	-167,647	-174,412
+ Incremento de las inversiones (otras)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Disminución de las inversiones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Otras actividades de inversión	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujos de caja de inversión	-114,986	-125,126	-132,407	-137,695	-143,204	-148,944	-154,924	-161,155	-167,647	-174,412
Efectivo de actividades de financiación										
+ Dividendos pagados	-181,484	-170,488	-171,767	-175,679	-171,697	-177,085	-184,562	-189,159	-196,387	-209,525
+ Cambio en préstamos a corto plazo	544,396	-505,000	10,000	15,000	5,000	15,000	15,000	15,000	15,000	10,000
+ Aumento o disminución en préstamos a LP	-555,000	500,000	0	0	100,000	0	0	0	0	0
+ Incremento en acciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Disminución en acciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Otras actividades de financiación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo de actividades de financiación	-192,088	-175,488	-161,767	-160,679	-66,697	-162,085	-169,562	-174,159	-181,387	-199,525
Cambios netos en el efectivo	-2,802	36,406	-28,708	-16,006	66,161	-19,840	-19,383	-20,209	-18,835	-23,359
Caja a inicios del periodo										
Caja final del periodo	49,226	46,424	82,830	54,122	38,115	104,277	84,437	65,054	44,845	26,010
	46,424	82,830	54,122	38,115	104,277	84,437	65,054	44,845	26,010	2,651

Nota: Elaboración propia, 2021.

Anexo 22. Análisis de consistencia

Realizando un análisis vertical y horizontal de los años reales y proyectados, vemos que en el 2020 el crecimiento en Utilidad neta se ve alterado producto de la disminución en ventas, pero luego vuelve a subir debido al aumento de ventas proyectadas.

Tabla A

Análisis horizontal

	CIFRAS HISTORICAS								CIFRAS PROYECTADAS									
ANALISIS HORIZONTAL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Cuenta de resultados																		
Ingresos		8.2%	10.2%	5.1%	0.4%	-2.9%	2.2%	-2.3%	-0.4%	8.8%	5.8%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Costo de ventas		6.2%	15.2%	5.4%	-3.4%	-6.8%	14.4%	-1.4%	-3.3%	10.7%	5.7%	3.5%	4.4%	3.9%	3.9%	4.1%	4.0%	4.0%
Utilidad bruta		13.8%	-2.7%	4.3%	12.3%	7.3%	-25.9%	-5.8%	10.6%	2.8%	6.2%	5.7%	2.7%	4.3%	4.3%	3.8%	4.1%	4.1%
Gastos generales		11.4%	2.8%	11.7%	18.1%	23.9%	-36.4%	-5.6%	10.6%	9.4%	6.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
EBITDA		15.8%	-6.9%	-1.9%	6.8%	-10.2%	-10.5%	-6.0%	10.6%	-4.0%	6.3%	7.5%	1.0%	4.4%	4.3%	3.2%	4.0%	3.9%
Depreciación y amortización		5.6%	4.5%	2.7%	13.6%	14.3%	5.8%	7.3%	0.9%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%
Resultados financieros		675.2%	-33.1%	71.5%	6.4%	-52.2%	48.0%	-5.6%	-58.2%	-32.7%	142.5%	60.2%	7.7%	7.9%	1.0%	1.1%	0.9%	-16.1%
Utilidad antes de impuestos		5.3%	-5.3%	-9.9%	5.4%	-8.0%	-20.8%	-11.2%	28.3%	-5.9%	0.3%	2.5%	-2.3%	3.1%	4.3%	2.5%	3.8%	6.7%
Impuestos		8.4%	-11.5%	-3.6%	15.0%	-15.5%	-17.3%	-15.9%	31.2%	-5.5%	-0.7%	3.1%	-2.3%	2.9%	4.4%	2.5%	3.8%	6.7%
Utilidad neta		3.9%	-2.4%	-12.6%	1.0%	-4.0%	-22.5%	-8.8%	27.0%	-6.1%	0.8%	2.3%	-2.3%	3.1%	4.2%	2.5%	3.8%	6.7%
Estado de situación financiera																		
Activo corriente		14.1%	17.9%	7.1%	-7.2%	-10.6%	3.6%	-1.5%	-1.5%	12.3%	3.4%	2.5%	8.5%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%	2.7%
Activo no corriente		-1.7%	5.5%	15.8%	3.5%	13.5%	0.9%	0.2%	-2.2%	-5.1%	0.4%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
Pasivo corriente		10.8%	7.6%	11.7%	-5.7%	-4.6%	32.8%	-20.0%	62.4%	-34.4%	6.0%	4.9%	3.8%	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%	4.1%
Pasivo no corriente		1.2%	34.8%	32.9%	0.3%	8.6%	-10.1%	26.4%	-62.3%	145.5%	0.0%	0.0%	11.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Patrimonio neto		3.6%	6.4%	3.7%	-0.3%	3.6%	-6.3%	-0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

Nota: Elaboración propia, 2021.

Analizando verticalmente vemos que el nivel de endeudamiento aumenta para poder financiar el activo corriente.

Tabla B

Análisis vertical

	CIFRAS HISTORICAS								CIFRAS PROYECTADAS									
ANÁLISIS VERTICAL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Cuenta de resultados																		
Ingresos	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Costo de ventas	-73.4%	-72.1%	-75.3%	-75.6%	-72.7%	-69.8%	-78.1%	-78.8%	-76.5%	-77.8%	-77.7%	-77.4%	-77.6%	-77.6%	-77.5%	-77.6%	-77.6%	-77.5%
Utilidad Bruta	26.6%	27.9%	24.7%	24.4%	27.3%	30.2%	21.9%	21.2%	23.5%	22.2%	22.3%	22.6%	22.4%	22.4%	22.5%	22.4%	22.4%	22.5%
Gastos Generales	-11.7%	-12.1%	-11.2%	-11.9%	-14.0%	-17.9%	-11.2%	-10.8%	-12.0%	-12.0%	-12.1%	-12.1%	-12.1%	-12.2%	-12.2%	-12.2%	-12.2%	-12.2%
EBITDA	14.8%	15.9%	13.4%	12.5%	13.3%	12.3%	10.8%	10.4%	11.5%	10.2%	10.2%	10.5%	10.2%	10.3%	10.3%	10.2%	10.2%	10.2%
Depreciación y amortización	-2.1%	-2.1%	-2.0%	-1.9%	-2.2%	-2.6%	-2.7%	-2.9%	-3.0%	-2.9%	-2.9%	-2.9%	-3.0%	-3.0%	-3.1%	-3.1%	-3.2%	-3.2%
Resultados financieros	-0.2%	-1.7%	-1.0%	-1.6%	-1.7%	-0.9%	-1.2%	-1.2%	-0.5%	-0.3%	-0.7%	-1.1%	-1.1%	-1.2%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-0.9%
Utilidad antes de impuestos	12.5%	12.1%	10.4%	8.9%	9.4%	8.9%	6.9%	6.3%	8.1%	7.0%	6.6%	6.5%	6.1%	6.1%	6.1%	6.0%	6.0%	6.1%
Impuestos	-3.9%	-3.9%	-3.1%	-2.9%	-3.3%	-2.8%	-2.3%	-2.0%	-2.6%	-2.3%	-2.1%	-2.1%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-1.9%	-1.9%	-2.0%
Utilidad neta	8.6%	8.3%	7.3%	6.1%	6.1%	6.0%	4.6%	4.3%	5.5%	4.7%	4.5%	4.4%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.0%	4.1%
Estado de situación financiera																		
Activo corriente	0.43113	46.8%	49.6%	47.6%	44.9%	39.1%	39.7%	39.3%	39.5%	43.6%	44.3%	44.7%	46.6%	47.0%	47.5%	48.1%	48.7%	49.3%
Activo no corriente	0.56887	53.2%	50.4%	52.4%	55.1%	60.9%	60.3%	60.7%	60.5%	56.4%	55.7%	55.3%	53.4%	53.0%	52.5%	51.9%	51.3%	50.7%
Pasivo corriente	0.259	27.3%	26.4%	26.5%	25.3%	23.5%	30.7%	24.6%	40.8%	26.3%	27.4%	28.3%	28.2%	29.1%	30.1%	31.0%	31.9%	32.7%
Pasivo no corriente	0.16668	16.0%	19.4%	23.2%	23.6%	25.0%	22.0%	28.0%	10.7%	25.9%	25.5%	25.1%	27.0%	26.6%	26.2%	25.8%	25.4%	25.0%
Patrimonio neto	0.57432	56.6%	54.2%	50.4%	51.1%	51.5%	47.3%	47.4%	48.5%	47.8%	47.1%	46.5%	44.8%	44.3%	43.7%	43.2%	42.7%	42.2%

Nota: Elaboración propia, 2021.

## **Anexo 23. Anexo de discusión del método CAPM y tasa de descuento**

### **1. El modelo CAPM**

El modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM) fue introducido por W. Sharpe, J. Lintner y J. Mossin en investigaciones independientes entre los años 1964 a 1966, basado en los estudios de la Teoría de Portafolio de H. Markowitz publicados entre el 1952 y 1959 (Markowitz, 1952). El modelo CAPM estima la rentabilidad esperada de un activo financiero en función únicamente al riesgo sistémico del mercado y por lo tanto anula el riesgo específico. La expresión matemática es:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * (R_M - R_f)$$

Donde:  $E(R_i)$ : rentabilidad esperada del capital sobre el activo financiero.

$R_f$ : rentabilidad de un activo libre de riesgo.

$\beta_i$ : parámetro que mide la variación de rendimiento del activo respecto a su mercado.

$(R_M - R_f)$ : Prima de Riesgo o rentabilidad adicional por invertir en un activo con riesgo.

Según Pablo Fernández (2015) el modelo CAPM presenta los siguientes supuestos principales:

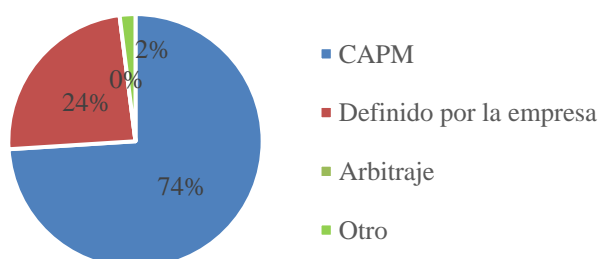
- Los inversionistas tienen las mismas expectativas de rentabilidad, riesgo futuro de sus activos y mismo horizonte temporal.
- Los inversionistas pueden invertir y tomar prestado a la tasa libre de riesgo sin restricciones.
- Cada activo tiene una relación directa y proporcional entre el riesgo y rentabilidad. Además, los inversionistas son adversos al riesgo.
- El mercado es eficiente y todos los inversionistas cuentan con la misma información.

Sin embargo, numerosos trabajos de autores como Friend y Blume (1970), Fama y French (2003), Bartholdy y Peare (2002) realizaron test del CAPM encontrando evidencia

que no cumplía con lo esperado en cuanto a la rentabilidad que predecían sus betas. Blume (1970) observa una tendencia de los betas a 1 con el pasar del tiempo.

Por otro lado, existe gran controversia en cómo considerar la prima de riesgo y la beta, debido a que el horizonte de tiempo, índice de mercado, tipo de prima de riesgo varía por cada autor. Según Fernández (2015), muchos profesionales consideran una prima de riesgo entre 3% a 12% para sus valoraciones, y al no ser un único valor, contradice los supuestos del modelo. En el 2017, EY publicó un documento donde analiza las últimas prácticas de valorización en el mercado (EY, 2017b). En la siguiente figura se pueden visualizar las respuestas obtenidas.

**Figura A. Método utilizado para estimar costo de capital en empresas peruanas**



Nota: Adaptado de ¿Su empresa está al tanto de las últimas prácticas de valorización en el mercado?, por EY, 2017b.

## 2. Costo Promedio Ponderado de Capital

El WACC (costo promedio ponderado de capital) es el promedio ponderado de dos conceptos: 1. Costo de las deudas de la compañía y 2. La rentabilidad exigida por los accionistas (después de impuestos), determinada según la siguiente fórmula:

$$WACC = ke \times \left(\frac{E}{V}\right) + kd \left(\frac{D}{V}\right) \times (1 - T)$$

Donde:

**E.** Capital aportado por los accionistas.

**D.** Monto de la deuda de la empresa.

**V (E+D).** Valor de la empresa.

**Ke.** Tasa de rentabilidad mínima exigida por los accionistas o costo de oportunidad de los accionistas.

**Kd.** Costo de la deuda financiera de la empresa, donde se termina por el promedio ponderado de las deudas que tiene la compañía.

**T.** Tasa impositiva del país y sector de la empresa.

Cuando una compañía presenta una estructura de deuda y capital, la tasa de descuento indicada para determinar el valor de la empresa a partir de FCF (*free cash flow*) es el WACC. El WACC presenta algunas críticas y errores comunes, como lo indica (Fernandez, 2015):

- El WACC no representa un costo de oportunidad ni rentabilidad de los activos del accionista, este es, un promedio ponderado de dos magnitudes muy diferentes: coste de deuda y rentabilidad exigida de las acciones.
- Se debe calcular el WACC con valores de deuda y capital del accionista que resultan de la valoración, es muy común calcularlo erróneamente con valores contables.

### 3. Valor de perpetuidad “g”

Según el modelo de Shapiro & Gordon (1956) el método para valorizar el precio de una acción consiste en utilizar un crecimiento constante “g” y descontando el valor de los dividendos futuros, como muestra a continuación:

$$V_0 = \frac{D_0(1 + g)}{r - g}$$

Este modelo presenta limitantes que se presenta a continuación (Fernández, 2015):

- El crecimiento constante de los dividendos y la tasa de descuento no van a cambiar nunca en el futuro.
- Alta sensibilidad en el payout ratio (Dividendos por acción sobre ganancias por acción, DPS/EPS) por la relación del rendimiento “r” y el crecimiento constante “g”, lo cual podría terminar generando el error que los dividendos en el tiempo puedan crecer más que las utilidades.

Posteriormente se incluye el concepto de crecimiento estable en la fórmula de valor terminal, esto parte del modelo de Gordon e indica que el valor de “g”, crecimiento esperado, debe ser igual o menor a la tasa de crecimiento de la economía y menor al ROE de largo plazo como se muestra a continuación:

$$\text{Crecimiento esperado} = \text{Retention ratio} \times \text{ROE}$$

$$\text{Crecimiento esperado} = (1 - \text{payout ratio}) \times \text{ROE}$$

Entonces se puede decir que un payout ratio estable debería ser:

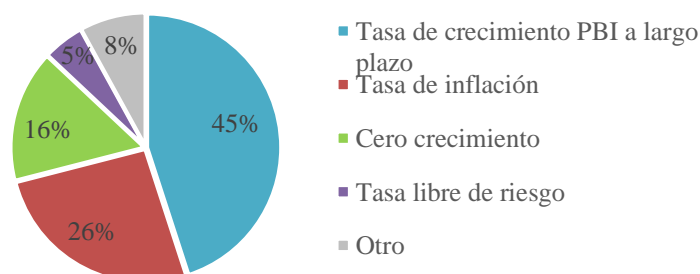
$$\text{Payout ratio estable} = 1 - \frac{\text{Tasa de crecimiento estable}}{\text{ROE de periodo estable}}$$

La aplicación del modelo de Gordon y el concepto de valor terminar en el modelo de descuento por flujos de caja se muestra a continuación:

$$\text{Valor de la firma} = \frac{FCFF_0(1 + g)}{WACC - g}$$

En el Perú, en la encuesta desarrollada por EY (2017b), se indicó que el modelo de Gordon es el más utilizado en valoración de la perpetuidad con un 66%, mientras el 34% restante utiliza el Múltiplo de salida. Según EY (2017b), el método preferido en el Perú para estimar el crecimiento de largo plazo en el cálculo del valor de la perpetuidad es la tasa de crecimiento del PBI de largo plazo con un 45% de preferencia.

**Figura B. Métodos de estimación del crecimiento de largo plazo**



Nota: Adaptado de ¿Su empresa está al tanto de las últimas prácticas de valorización en el mercado?, por EY, 2017b.

Para el caso del método de crecimiento del PBI a largo plazo, se debe ajustar por inflación la tasa de crecimiento esperado “g”, teniendo en cuenta que las cifras manejadas en el mercado respecto al PBI del Perú están en términos reales y deben ser convertidas a términos nominales:

$$PBI_{nominal} = (1 + PBI_{real}) \times (1 + \text{inflación}) - 1$$

A continuación, se presenta el cuadro de mejores prácticas de los *practitioners* para el cálculo del CAPM y WACC

**Tabla A**

***Mejores prácticas de los practitioners para el cálculo del CAPM y WACC***

	<b>EY (Peru)</b>	<b>EY (Suiza)</b>	<b>KPMG (Australia)</b>
Documento	¿Su empresa está al tanto de las últimas prácticas de valorización en el mercado? (EY, 2017b).	What’s it worth? Determining value in the continuing low interest rate environment (KPMG, 2019).	Practitioner’s guide to cost of capital & WACC calculation (EY, 2020b).
Tasa libre de riesgo	El promedio mayor a un año, del Bono de Gobierno (U.S. treasury) a 10 años.	Promedio histórico de cinco años, del bono de Gobierno a 10 años.	Bono del Gobierno a 10 años.
Prima de riesgo	Valores aproximados al 6%.	Valores aproximados al 6.5%, anteriores años se tomaba un 6%.	Valores aproximados al 5.9%.
Beta	Toman mercados desarrollados en Estados Unidos y Europa principalmente	Se calcula la $\beta$ desapalancada: mediana de las $\beta$ ajustadas de empresas comparables. $B$ ajustada = $\beta$ calculada por regresión * 2/3 + 1/3. Luego apalancar $\beta$ con la fórmula de Hamada.	No indica.

Fuente: Prácticas de Valorización, por EY, 2017; What’s it worth? por KPMG, 2019; Practitioner’s guide to cost of capital & WACC calculation, por EY, 2020b; Valuation Handbook 2019. U.S. Industry Cost of Capital Market Results Through December 2019. Duff & Phelps. Company & SIC List, por Duff & Phelps, 2019.

**Tabla A**

*Mejores prácticas de los practitioners para el cálculo del CAPM y WACC* (continúa de la página anterior)

	<b>EY (Peru)</b>	<b>EY (Suiza)</b>	<b>KPMG (Australia)</b>
Costo de la deuda	Promedio de tasas de interés vigentes	A la tasa libre de riesgo se le agrega un diferencial de crédito de acuerdo con un índice de referencia de bonos corporativos.	Promedio de tasas de interés vigentes
Apalancamiento	La mayoría usa la estructura de capital contable y en segundo lugar la estructura de largo plazo	Estructura de capital promedio de empresas comparables	No indica.
Valor de perpetuidad “g”	Tasa de crecimiento de PBI de largo plazo	No indica.	Tasa de crecimiento de 2.9% para proyecciones a 10 años.

Fuente: Prácticas de Valorización, por EY, 2017; What’s it worth? por KPMG, 2019; Practitioner’s guide to cost of capital & WACC calculation, por EY, 2020b; Valuation Handbook 2019. U.S. Industry Cost of Capital Market Results Through December 2019. Duff & Phelps. Company & SIC List, por Duff & Phelps, 2019.



## Anexo 24. Cálculo del WACC

### 1. Beta apalancado - Método *Pure Play*

Según CFA Institute (Soleadea s.f.), para poder utilizar este método se requiere seleccionar compañías comparables a la compañía objetivo, para posteriormente proceder a calcular las betas de cada una, desapalancar las betas y reapalancar las betas con el endeudamiento financiero y tasa impositiva de la compañía objetivo, que en el presente trabajo es Leche Gloria S.A. Badenes & Santos (1999) establecen factores relevantes para la selección de compañías comparables. Para la empresa Leche Gloria S.A., identificamos compañías que coticen en Bolsa, que desarrollen como actividad principal la producción y comercialización de leche o productos derivados y que posean un mix de negocio similar.

Esta son las compañías similares a Leche Gloria S.A.:

- **Gruma SAB de CV.** Es una empresa mexicana de la industria alimentaria, dedicada a la venta de productos de harina de trigo y derivados. Tiene presencia en América, Asia y Oceanía (Bloomberg, s.f.a).
- **Grupo Lala SAB de CV.** Es una compañía mexicana de alimentos y nutrición que se dedica a la producción y distribución de productos lácteos. La empresa tiene presencia en México, Estados Unidos, Brasil y Centro América (Bloomberg, s.f.b).
- **Grupo Nutresa SA.** Es una compañía de alimentos con sede en Medellín, Colombia. La empresa produce y comercializa galletas, chocolates, embutidos, helados, café y pasta. Tiene presencia en Colombia, América Central, el Caribe y Asia (Bloomberg, s.f.c).
- **Watt's S.A.** Es una empresa de alimentos con sede en San Bernardo, Chile. Produce y comercializa jugos, bebidas de frutas, leche y mermelada. Tiene presencia en más de 80 países (Bloomberg, s.f.d).

En la siguiente tabla, se muestra el cálculo de la beta de Leche Gloria S.A. bajo el método pure play, donde la regresión tuvo como fecha inicial el 31 de diciembre de 2013 y su fecha final el 31 de diciembre de 2019.

**Tabla A**

***Cálculo de la beta de Leche Gloria S.A. bajo el método Pure Play***

Ticker	Nombre de la compañía	Beta apalancada	Periodo de retornos	Tasa de impuesto efectivo%	D/E	Beta desapalancado
GRUMA B MM	Gruma SAB	0.683	Semanales	35.86	120.71	0.384955
LALAB MM Equity	Grupa Lala SAB DE CV	0.797	Semanales	31.71	128.29	0.424819
NUTRESA CX	Grupo Nutresa S.A.	0.756	Semanales	27.92	47.21	0.564057
WATTS CI	Watts SA	0.517	Semanales	8.86	127.91	0.238714
$\beta$	Mediana de la industria	0.404887				
$\beta$ ajustada	Por observación de Blume	0.603258				
	D/E	59.24%				
	TAX RATE	32.34%				
$\beta$ apalancada	<b>LECHE GLORIA S.A</b>	<b>0.85</b>				

Nota: Adaptado de GRUMA MM Equity, por Bloomberg, s.f.a; LALAB MM Equity, Bloomberg, s.f.b;

NUTRESA CX Equity, Bloomberg. s.f.c; WATTS CI Equity, por Bloomberg, s.f.d.

El resultado de beta por el método *Pure Play* de Leche Gloria S.A. es menor a 1, se concluye que la beta utilizado tiene menor riesgo sistémico, esto debido a que para el cálculo de la beta se utilizó empresas comparables de la región. Asimismo, la beta desapalancada para la industria de *Food Processing* para mercados emergentes según Damodaran es de 0.73 para el 2019.

- **Costo de la deuda.** Se utiliza como el promedio ponderado de las obligaciones (pagarés y bonos) al año 2019 (EY, 2020a).

**Tabla B*****Composición de la deuda a valor de mercado***

<b>Composición de la deuda a valor de mercado</b>	<b>Diciembre 2019</b>
Costo de financiamiento en bonos de largo plazo	4.19%
Valor de mercado de bonos de largo plazo	365,868
Costo de financiamiento en préstamos de largo plazo	4.37%
Valor de mercado de préstamos de largo plazo	572,176
Costo final de financiamiento ponderado	4.30%
Valor de mercado de la deuda	938,045

Nota: Elaboración propia, 2021.

- **Costo de capital**

- Inflación Perú. Se consideró un rango meta de la tasa de inflación del 2% según lo indicado por el Reporte de Inflación del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP, 2019).
- Inflación de Estados Unidos. Se consideró una tasa de inflación de 1.60 % según la Federal Reserve Board (FED s.f.).
- Tasa libre de riesgo. Se calcula con base en los T-Bonds a 10 años de año 1929 al 2019. Estos son los bonos del tesoro americano a 10 años los cuales son considerados activos libres de riesgo debido a la bajo probabilidad de no pago del bono americano. Asimismo, se consideró los efectos de las crisis que contemplan dicho rango de fechas.
- Prima por riesgo. Se considera como la media geométrica de la diferencia entre el rendimiento del índice S&P 500 y los T-Bonds a 10 años de los años 1928 al 2019, los cuales da 4.83%. Asimismo, se utiliza la media geométrica por ser menos sensible a valores extremos.
- Riesgo país. Mide el riesgo del país donde opera la empresa, es el riesgo adicional a tomar en cuenta para desarrollar la valorización de la empresa en el Perú, el cual al

promedio de las tasas de riesgo país de Perú (Índice EMBIG del año 2006 en adelante)  
1.81%.

**Tabla C**

***Cálculo de COK***

<b>COK</b>	
Tasa libre de riesgo	4.87%
Beta re apalancado	0.85
Prima por riesgo	4.83%
<b>Costo de capital US\$ nominales</b>	<b>8.94%</b>
Inflación esperada US\$	1.60%
<b>Costo de capital US\$ reales</b>	<b>7.23%</b>
Inflación esperada S/	2.00%
Riesgo país	1.81%
<b>Costo de capital (S/.) Nominales</b>	<b>11.18%</b>

Nota: Elaboración propia, 2021.

El costo de capital hallado para Leche Gloria S.A. de 11.18% se encuentra dentro del 21% de la respuesta del reporte de Prácticas de Valorización por EY (2017b), en donde indican que el costo de capital debería estar entre 10% y 12%.

**2. Cálculo del Promedio ponderado de costo de capital (WACC)**

- **Tasa impositiva.** La tasa de impuesto a la renta fue tomada del promedio de los últimos tres años. la cual es equivalente a 32.34%
- **Promedio ponderado de costo de capital (WACC).** El WACC (costo promedio ponderado de capital) es el promedio ponderado de dos conceptos: 1. Costo de las deudas de la compañía y 2. La rentabilidad exigida por los accionistas (después de impuestos), determinada según la siguiente fórmula (Fernández, 2015):

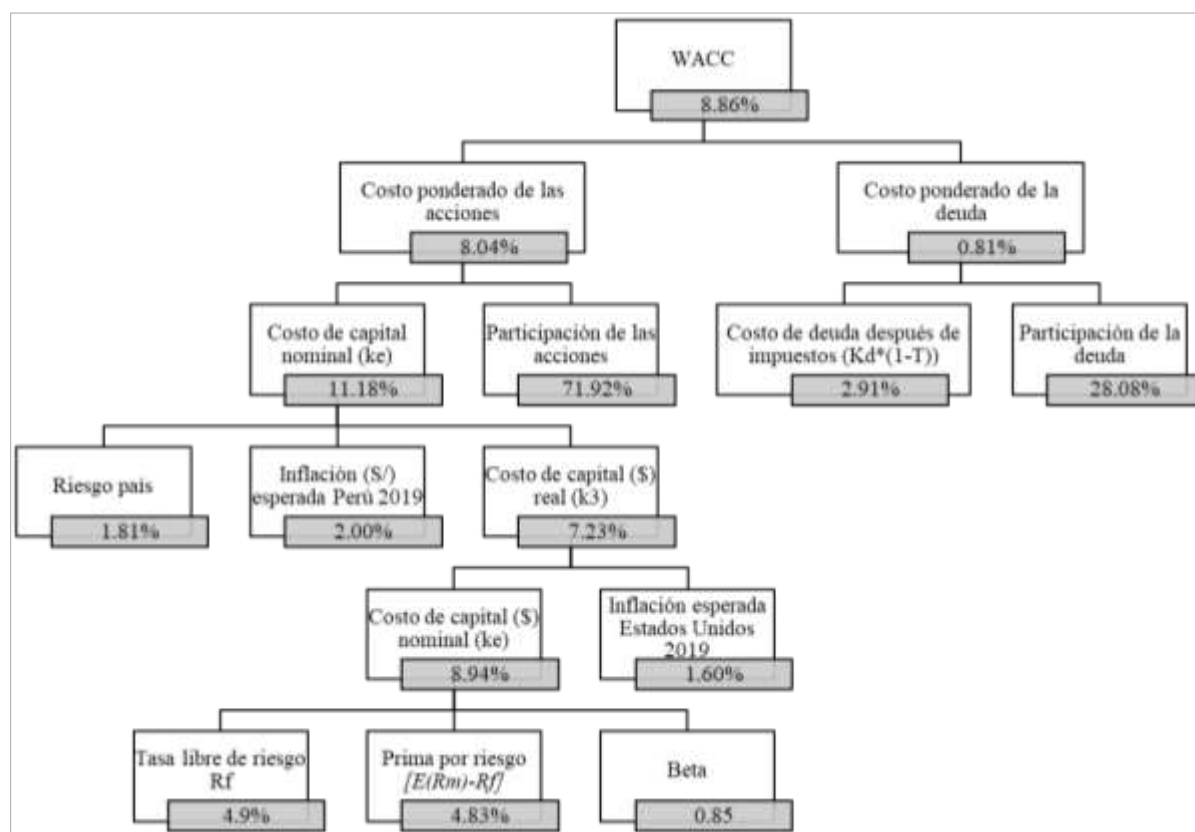
$$WACC = ke \times \left(\frac{E}{V}\right) + kd \left(\frac{D}{V}\right) \times (1 - T), \text{ donde:}$$

$$WACC = 11.18\% \times 71.92\% + 4.30\% \times 28.08\% \times (1 - 32.34\%)$$

$$WACC = 8.86\%$$

Finalmente se tiene como resumen del cálculo de WACC en la siguiente figura:

**Figura A. Resumen del cálculo de WACC**



Nota: Elaboración propia, 2021.

## Anexo 25. Múltiplos comparables

Se presenta los datos para la valorización por el método de múltiplos comparables:

**Tabla A**

### *Datos para la valorización*

<b>Empresas</b>	<b>Market Cap (miles millones de S/)</b>	<b>Ventas</b>	<b>EBITDA</b>	<b>EV</b>	<b>EV/ Ventas</b>	<b>BPA</b>	<b>P/E</b>	<b>EV/ EBITDA</b>
Gruma SAB	14,148.70	13,591.54	2,160.30	17,341.50	1.28	2.03	16.55	8.03
Grupa Lala SAB DE CV	7,093.00	13,309.89	1,451.58	11,538.70	0.87	0.13	21.82	7.95
Grupo Nutresa S.A.	11,788.20	10,072.69	411.10	14,209.00	1.41	1.20	21.35	34.56
Watts SA	1,346.80	1,944.23	217.44	2,051.20	1.06	0.23	18.52	9.43
<b>Promedio</b>	<b>8,594.18</b>	<b>9,729.59</b>	<b>1,060.10</b>	<b>11,285.10</b>	<b>1.15</b>	<b>0.90</b>	<b>19.56</b>	<b>14.99</b>

Nota: Adaptado de GRUMA MM Equity, por Bloomberg, s.f.a; LALAB MM Equity, Bloomberg, s.f.b;

NUTRESA CX Equity, Bloomberg. s.f.c; WATTS CI Equity, por Bloomberg, s.f.d.

Para el cálculo del valor por acción de inversión y acción común se utilizó una prima de valor estimado de 1.15.

**Tabla B**

### *Valor EBITDA*

<b>Empresa objetivo</b>	<b>Ventas</b>	<b>EBITDA</b>
LECHE GLORIA S.A.	3,425	355
Nº Acciones de inversión (millones)		39.12
Nº Acciones comunes (millones)		382.50
Prima de valor		1.15

Nota: Elaboración propia, 2021.

Por el múltiplo de EV/EBITDA se ha obtenido un valor patrimonial de S/4,463.56 millones y un valor por acción de inversión de S/9.34 y un valor por acción común de S/10.71.

## Tabla C

### *Valorización por múltiplos por EV/EBITDA*

Valorización por múltiplos por EV/EBTIDA	
(EV/Ventas)*EBITDA	5,329.94
(+)Caja	49.23
(-)Deuda financiera	915.60
Valor empresa	<b>4,463.56</b>
Valor acciones de Inversión	9.34
Valor acciones Comunes	10.71

Nota: Elaboración propia, 2021.

Por el múltiplo de EV/VENTAS se ha obtenido un valor patrimonial de S/ 3,080.00 millones y un valor por acción de inversión de S/ 6.45 y un valor por acción común de S/ 7.39.

## Tabla D

### *Valorización por múltiplos por EV/VENTAS*

Valorización por múltiplos por EV/Ventas	
(EV/Ventas)*Ventas	3,946.38
(+)Caja	49.23
(-)Deuda financiera	915.60
Valor empresa	<b>3,080.00</b>
Valor acciones de Inversión	<b>6.45</b>
Valor acciones Comunes	7.39

Nota: Elaboración propia, 2021.

Anexo 26. Análisis de riesgos

Tabla A

Riesgos asociados

Riesgo	Descripción
Tasa de interés	Debido a los depósitos a plazo y las obligaciones financieras con tasas de interés variable. La empresa mitiga el riesgo a través de la obtención de deudas con tasa de interés fija.
Tipo de cambio	Está expuesta principalmente por las actividades operativas. Se presenta por las cuentas por cobrar por ventas al exterior, préstamos otorgados o recibidos de entidades relacionadas y transacciones pasivas y endeudamiento. La empresa no utiliza instrumentos financieros derivados para cubrir su exposición, al 31 de diciembre del 2019 la pérdida neta por diferencia de tipo de cambio fue de S/200,001.
Precio	Está expuesta a cambios en los precios de materias primas necesarias para la producción, los cuales son cubiertos a través de negociaciones corporativas del Grupo económico al cual pertenece con los proveedores correspondientes.
Crédito	Se origina en el efectivo y depósitos en instituciones financieras y crédito de los clientes. La empresa mitiga el riesgo de crédito a través de un área de créditos y cobranza que cuenta con políticas de evaluación de la calidad de crediticia de sus clientes. Asimismo, la empresa coloca sus excedentes de liquidez en instituciones financieras de prestigio.
Liquidez	La compañía administra el riesgo de liquidez mediante el monitoreo de flujos de efectivo y los vencimientos de sus activos y pasivos financieros. Mitiga este riesgo con el establecimiento de políticas y procedimientos en cuanto al endeudamiento de corto, mediano y largo plazo.
Reputacional	El riesgo reputacional está relacionado al impacto negativa o positivamente a la reputación de una organización. La empresa mitiga este riesgo con el cumplimiento de las normas relacionadas a la elaboración de productos alimenticios establecidas por los entes reguladores. Sin embargo, este riesgo se cuantifica como de impacto alto, debido de presentarse otro problema relacionado a la composición de los productos podría implicar un mayor impacto reputacional en la marca y en consecuencia a una menor demanda de los productos relacionados a la empresa.

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S.A. 2018 y 2019, por EY.

Tabla B

Matriz de los riesgos identificados

Probabilidad de ocurrencia	Frecuente					
	Probable					
	Ocasional					
	Poco probable		Riesgo de crédito Riesgo de mercado Riesgo de Liquidez	Riesgo de tasa de interés Riesgo de tipo de cambio Riesgo de precio	Riego reputacional	
	Remoto					
		Muy bajo	Bajo	Medio	Alto	Crítico
Impacto						

Nota: Elaboración propia, 2021.

Anexo 27. Análisis de sensibilidad

Crecimiento del PBI			Costo de venta/Ventas			Gasto administrativo		
Variación	Valor acción de inversión	Valor acción común	Variación	Valor acción de inversión	Valor acción común	Variación	Valor acción de inversión	Valor acción común
20.00%	4.82	5.53	2.50%	2.71	3.11	20.00%	3.97	4.55
16.00%	4.81	5.51	2.00%	3.12	3.57	16.00%	4.12	4.73
12.00%	4.79	5.49	1.50%	3.52	4.04	12.00%	4.28	4.91
8.00%	4.78	5.48	1.00%	3.93	4.51	8.00%	4.43	5.08
4.00%	4.76	5.46	0.50%	4.34	4.97	4.00%	4.59	5.26
0.00%	4.75	5.44	0.00%	4.75	5.44	0.00%	4.75	5.44
-4.00%	4.73	5.42	-0.50%	5.15	5.91	-4.00%	4.90	5.62
-8.00%	4.71	5.41	-1.00%	5.56	6.38	-8.00%	5.06	5.80
-12.00%	4.70	5.39	-1.50%	5.97	6.84	-12.00%	5.21	5.98
-16.00%	4.68	5.37	-2.00%	6.37	7.31	-16.00%	5.37	6.16
-20.00%	4.67	5.35	-2.50%	6.78	7.78	-20.00%	5.52	6.34

Perpetuidad (g)			Tasa imponible			Costo de la deuda		
Variación	Valor acción de inversión	Valor acción común	Variación	Valor acción de inversión	Valor acción común	Variación	Valor acción de inversión	Valor acción común
20.00%	5.74	6.59	20.00%	4.86	5.58	20.00%	4.51	5.18
16.00%	5.51	6.32	16.00%	4.84	5.55	16.00%	4.56	5.23
12.00%	5.30	6.07	12.00%	4.81	5.52	12.00%	4.60	5.28
8.00%	5.10	5.85	8.00%	4.79	5.50	8.00%	4.65	5.33
4.00%	4.92	5.64	4.00%	4.77	5.47	4.00%	4.70	5.39
0.00%	4.75	5.44	0.00%	4.75	5.44	0.00%	4.75	5.44
-4.00%	4.59	5.26	-4.00%	4.72	5.42	-4.00%	4.79	5.50
-8.00%	4.44	5.09	-8.00%	4.70	5.39	-8.00%	4.84	5.55
-12.00%	4.30	4.93	-12.00%	4.68	5.36	-12.00%	4.89	5.61
-16.00%	4.17	4.78	-16.00%	4.65	5.34	-16.00%	4.94	5.67
-20.00%	4.05	4.64	-20.00%	4.63	5.31	-20.00%	4.99	5.73

Nota: Elaboración propia, 2021.



## Anexo 28. Simulación de Montecarlo

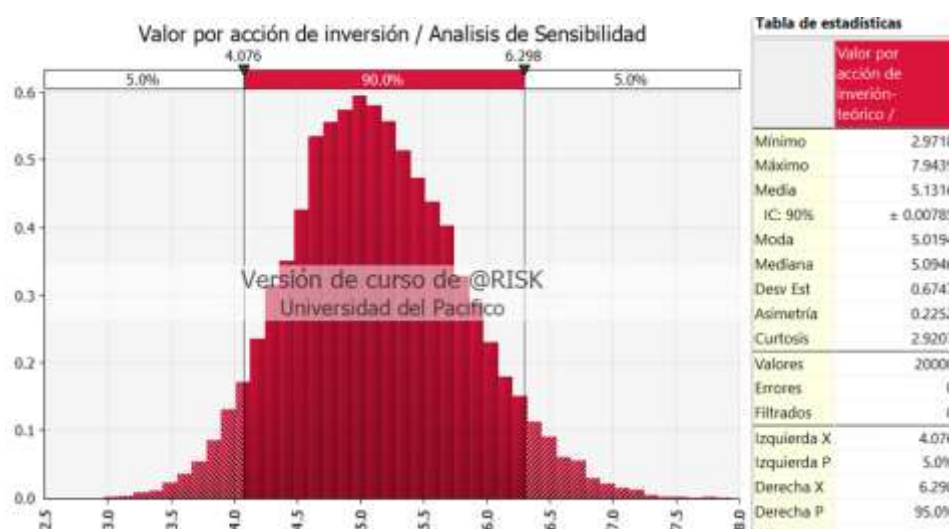
**Tabla A**

*Resultados obtenidos de la sensibilidad de Montecarlo*

Media	Mediana	Moda
5.13	5.09	5.01

Nota: Elaboración propia, 2021.

**Figura A. Distribución del valor del precio de la acción de inversión**



Nota: Elaboración propia, 2021.

## **Notas biográficas**

### **Ever Jesus Dominguez Torres**

Estudió Ingeniería de Sistemas en la Universidad Nacional de Ingeniería. Es bachiller en Ingeniería de Sistemas y actualmente labora como Especialista de Pricing en Scotiabank Perú.

### **Jose Bertin Galarreta Ramirez**

Estudió Administración de Empresas en la Universidad de Lima. Es licenciado en Administración y actualmente labora como Jefe Global de Tesorería, Finanzas y Relación con Inversionistas en Aje Group.

### **Alvaro Huaman Cuba**

Estudió Ingeniería Industrial en la Universidad de Lima. Es Ingeniero Industrial y actualmente labora como Especialista de Risk Transformation en BBVA Perú.